RASSEGNA DI DIRITTO DELL'ECONOMIA
Rivista interdisciplinare
Fondata e diretta dal Prof. Giovanni Luchena

Data di pubblicazione: 24 ottobre 2026

ALFONSO PARZIALE*

Il governo del rischio di tasso tra regolazione europea e soluzioni nazionali: l'articolo 118-bis TUB

The governance of interest rate risk between European regulation and national solutions: Article 118-bis of the Italian Consolidated Banking Act

ABSTRACT [IT]: Il contributo esamina le tecniche di governo del rischio connesso all'impiego di indici di riferimento sui tassi di interesse, muovendo dagli scandali manipolativi che hanno interessato il Libor e l'Euribor e dalla conseguente reazione del Legislatore europeo, culminata nel Regolamento (UE) 2016/1011 e nelle norme di continuità operativa introdotte dal capo 4-*bis*. In questa cornice è analizzato il nuovo articolo 118-*bis* TUB, con il quale il Legislatore italiano ha collocato la disciplina delle clausole di sostituzione dell'indice all'interno del Titolo VI del Testo Unico e, dunque, del paradigma della trasparenza bancaria. Lo scritto sostiene che l'affiancamento di un diritto di recesso alla procedura di sostituzione risulti difficilmente giustificabile là dove il parametro sostitutivo sia

* Professore a contratto di Diritto Bancario, Universitas Mercatorum.

stato predeterminato nel contratto e accettato dal cliente al momento della stipula, e prospetta alcune ipotesi di revisione volte a riallineare la norma interna all'obiettivo di continuità operativa perseguito dal diritto europeo.

ABSTRACT [EN]: This article examines the techniques for governing the risks arising from the use of interest rate benchmarks, starting from the manipulation scandals that affected Libor and Euribor and from the ensuing response of the European legislature, which culminated in Regulation (EU) 2016/1011 and in the business continuity rules introduced by Chapter 4a. Against this background, the article analyses the new Article 118-*bis* of the Italian Consolidated Banking Act, by which the Italian legislature placed the regime on benchmark replacement clauses within Title VI of the Act and, therefore, within the paradigm of banking transparency. It argues that coupling a right of withdrawal with the replacement procedure is difficult to justify where the replacement rate has been determined in advance in the contract and accepted by the customer upon execution, and it puts forward proposals for revision aimed at realigning the domestic provision with the objective of operational continuity pursued by EU law.

PAROLE CHIAVE: Indici di riferimento – Euribor – clausole di sostituzione (*fallback*) – articolo 118-*bis* TUB – trasparenza bancaria – *ius variandi*.

KEYWORDS: Benchmarks – Euribor – Fallback clauses – Article 118-*bis* of the Italian Consolidated Banking Act – Banking transparency – *Ius variandi*.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Evoluzione storica degli *interbank offered rate* sui mercati monetari. – 3. Il governo e l'utilizzo dei *benchmark* nelle strategie del diritto regolatorio europeo. – 4. Questioni specifiche in materia di indici su tassi di interesse. – 5. Adozione di tassi *risk-free* e clausole di *fallback* nella prassi contrattuale. – 6. Soluzioni nazionali per il governo degli indici su tassi: il nuovo

articolo 118-*bis* TUB. La trasparenza informativa (commi 1 e 2). – 7. La procedura di sostituzione dell'indice (commi 3 e 4). – 8. Conclusioni. Ipotesi di lavoro per una (parziale) revisione.

1. Introduzione

Gli scandali dei primi anni 2010, inizialmente confinati al dibattito di settore e, più di recente, oggetto di attenzione in giurisprudenza per questioni di nullità *antitrust*, hanno posto l'attenzione sul tema degli indici (*benchmark*) impiegati nella pratica finanziaria e diffusi a livello generale nel sistema economico occidentale.

Le vicende più recenti hanno posto all'attenzione dei Legislatori due principali rischi: l'alterazione o manipolazione dell'indice e l'interruzione delle pubblicazioni dello stesso, con possibile conseguente necessità di regolare i rapporti contrattuali rilevanti. Entrambe le questioni sono oggetto di recente normazione sia a livello europeo che nazionale, attraverso la quale si persegue l'obiettivo del governo del rischio per fonte di regolazione pubblica, che si affianca alle soluzioni negoziali adottate dagli attori di mercato ed alla prospettiva del *private enforcement* a disposizione dei soggetti lesi.

Nel calare la disciplina europea nel Titolo VI del Testo Unico, l'articolo 118-*bis* TUB ha affiancato all'obbligo di predisporre clausole di sostituzione un rimedio (il recesso del cliente) estraneo alla logica di *continuità operativa* che ispira il Regolamento *Benchmark*, e che risulta difficilmente giustificabile proprio là dove l'indice sostitutivo sia stato predeterminato nel contratto e accettato dal cliente al momento della stipula. L'esperimento normativo è dunque interessante ma passibile di una ulteriore riflessione allo scopo di porre la disciplina nazionale in pieno allineamento con il regime eurounitario.

2. Evoluzione storica degli *interbank offered rate* sui mercati monetari

Per *indice di riferimento* si intende una misura calcolata secondo una metodologia periodicamente predeterminata, pubblicata o messa a disposizione del pubblico, impiegata come parametro di riferimento per altri strumenti finanziari*1*. Trattandosi di un tema che normalmente "sfugge" al dibattito accademico, può essere utile ripercorrere sommariamente l'evoluzione storica del fenomeno e la vicenda recente della regolazione unionale.

Storicamente, l'indice su tasso di interesse più rilevante per volume di operazioni è stato il *Libor* (*London interbank offered rate*), un indice di riferimento sviluppato nel Regno Unito a partire dagli anni '60 del XX secolo, con l'avvio dei mercati delle c.d. eurovalute[2], e destinato in origine ad individuare i parametri di prezzo comune per le operazioni di prestito sindacato (*syndicated loan*) realizzate su tale piazza.[3]

L'acronimo si riferiva ad un paniere di tassi di riferimento, i quali indicavano a loro volta il tasso medio cui alcune banche operanti sulla piazza di Londra si aspettavano di poter prendere in prestito da altre banche fondi in una certa valuta[4]

[1] La definizione dell'indice di riferimento è data dall'articolo 3 del Regolamento (UE) 2016/1011 come recentemente modificato. WUNDENBERG, *Regulation of Benchmarks, in European Capital Markets Law*, a cura di VEIL, Oxford, 2022, 646. In arg. v. anche MOLONEY, *EU securities and financial markets regulation*, 2023, 739 ss.; PRIEM – VAN RIE, *The EURIBOR and Eonia reform: achieving regulatory compliance while protecting financial stability*, in *International Journal of Business, Economics and Management*, 2021, 8, n. 2, 50 ss.; ZAKRZEWSKI – FULLER, *McKnight and Zakrzewski on the law of loan agreements and syndicated lending*, Oxford, 2020, 61 ss.

[2] Per eurovaluta (*eurocurrency*) si intende il caso di una valuta depositata e scambiata al di fuori del Paese in cui ha corso legale. Non vi è quindi collegamento con la moneta di corso legale scambiata in alcuni paesi dell'Unione (anzi, il termine eurovaluta è preesistente).

[3] L'origine del LIBOR è da rinvenirsi sul finire degli anni '60, con l'occasione di un prestito concesso da alcune banche occidentali all'Iran. Occorreva elaborare un indicatore del tasso di interesse che riassumesse le diverse quotazioni fornite dai diversi istituti finanziari e si avvertì quindi la necessità di individuare un valore sintetico unitario. Cfr. BRUTTI, *La manipolazione degli indici finanziari: un illecito in cerca di identità*, in *Nuova giur. civ.*, 2013, 5, 303. Per *syndicated loan* si intende qualsiasi operazione di finanziamento che preveda la partecipazione di più finanziatori.

[4] Tra le varie: euro, sterlina inglese, dollaro statunitense, yen giapponese, franco svizzero. L'indicatore LIBOR era calcolato per cinque diverse valute e per periodi temporali che vanno da

e con una certa data di rimborso. Il valore esprimeva, in origine, l'effettivo costo della provvista per ciascun finanziamento.

Tale meccanismo ha trovato maggiore struttura a partire dal 1986, anno in cui la British Bankers' Association avviò la pubblicazione del primo tasso Libor ufficiale, c.d. *screen rate*, calcolato come una *stima* fornita da ciascuna banca circa il potenziale costo del credito[5]. Il valore pubblicato era dunque una media di valori attesi, svincolata dalle operazioni effettivamente concluse[6].

La disponibilità di un indicatore medio di costo della provvista (*i.e.*, la potenziale fonte di approvvigionamento di denaro per la banca finanziatrice, alternativa all'impiego dei depositi versati dai clienti) consentiva di costruire un valore di tasso di interesse variabile applicabile ad una operazione di finanziamento, pari alla somma *dell'indice* (*i.e.*, il potenziale costo della provvista per il finanziatore, o di profitto per l'impiego sul mercato interbancario) e di un *margine*, cioè il profitto aggiuntivo per lo stesso, che *prezza* il rischio specifico dell'operazione di finanziamento[7]

Parallelamente, si sono sviluppati indici con metodologie similari e, tra questi, merita ovviamente menzione l'Euribor (*Euro Inter Bank Offered Rate*, tasso interbancario di offerta in Euro), quale equivalente europeo del Libor la cui

---

overnight a 12 mesi, sulla base delle indicazioni fornite dal panel di banche selezionato, che va da 11 a 17 istituti a seconda della valuta, ed escludendo ai fini del calcolo alcuni valori massimi e minimi. Cfr. IOSCO, *Second review*, IOSCO, *Second Review of the Implementation of IOSCO's Principles for Financial Benchmarks by Administrators of EURIBOR, LIBOR and TIBOR*, in www.iosco.org., 26.

[5] In particolare, ciascuna banca appartenente al *panel* dei contribuenti era tenuta a rispondere alla domanda *"At which rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting inter-bank offers in a reasonable market size just prior to 11 a.m.?"*. Cfr. WUNDENBERG, cit., 646. Il lessema "*reasonable market size*" è intenzionalmente vago, dovendo dipendere dalla valuta e dalla durata del prestito in questione, nonché dalla domanda e dall'offerta; quanto all'orario, le ore 11.00 indicano la parte più attiva della giornata lavorativa londinese. Così, testualmente, *LIBOR: frequently asked questions*, in *ice.com*.

[6] In pratica, il LIBOR era calcolato come la "*media aritmetica troncata*" (*trimmed arithmetic mean*) di tutti i dati forniti dalle banche del panel; i.e., eliminando il 25% più alto e quello più basso dei dati forniti e calcolando il resto come media.

[7] Cfr. diffusamente WRIGHT, *The international loan documentation handbook*, Cham (Svizzera), 2024, 27 ss.

rilevazione è stata avviata contestualmente all'introduzione dell'Euro[8]. Il meccanismo è speculare, ma circoscritto all'area dell'Unione monetaria[9].

L'importanza degli indici su valuta, nel corso del tempo, è considerevolmente aumentata in considerazione della generale adozione degli stessi per determinare la remunerazione "*a tasso variabile*" di strumenti di credito *retail* (e.g., mutui) oltre che come indicatore di riferimento per la regolazione di contratti derivati, in particolare, per la determinazione delle prestazioni nei contratti derivati su tassi di interesse o *interest rate swap*.

Anche i prodotti bancari a tasso fisso tendenzialmente impiegano, per la determinazione della loro remunerazione, il riferimento ad un parametro finanziario ancorato ai derivati di credito. La standardizzazione che ne deriva riduce i costi di transazione e migliora la liquidità[10].

Nonostante l'indubbia rilevanza della materia per il suo impatto sulla vita

[8] Le pubblicazioni sono state infatti avviate il 30 dicembre 1998 (i.e., prima dell'introduzione della valuta euro e significativamente prima dell'introduzione della valuta cartacea circolante).

[9] La storia dell'EURIBOR è intrinsecamente collegata a quella della moneta unica europea: l'introduzione dell'Euro ha, infatti, reso necessaria la fissazione di un tasso interbancario di riferimento per le operazioni condotte nell'Unione Economico Monetaria (UEM). La gestione dell'EURIBOR è oggi affidata allo *European Money Market Institution* (EMMI), un ente non-profit regolato dal diritto belga, che ricomprende al suo interno le associazioni bancarie degli Stati membri dell'Eurozona. Il sistema è regolato, oltre che dalle norme europee sopra citate, da un proprio codice di condotta (Cfr. *EURIBOR Code of Conduct*, in *www.emmi-benchmark.com*, nonché il *Code of obligations for the panel banks*, *ibidem*). Quanto alle modalità di rilevazione e di calcolo, un panel di istituti di primaria rilevanza (attualmente 26) comunicano il tasso medio al quale fornirebbero credito non assistito da garanzie ad altre banche di pari livello (*prime banks*) sul mercato, calcolato giornalmente alle ore 11 del mattino, a diverse scadenze (1, 2 settimane, 1, 2, 3, 6, 9, 12 mesi).

[10] Cfr. FSB, *Reforming*, cit., 6. In linea di massima, si possono rinvenire (almeno) quattro principali funzioni di un *benchmark*: (i) indice di riferimento, con il quale le parti individuano i rispettivi obblighi di pagamento nel contratto (ii) parametro per valutare l'investimento, utilizzando un indice per valutare la performance di un investimento (e.g., nel risparmio gestito o ancora con riguardo ai *benchmark* rilevanti a fini ESG); (iii) funzione informativa con riguardo al mercato di riferimento (*e.g.*, ad oggi le fluttuazioni dell'EURIBOR riflettono le politiche monetarie delle banche centrali e, quindi, di rimando, le condizioni del mercato in particolare con riguardo alle aspettative di inflazione); (iv) in alcuni casi specifici, hanno anche una funzione regolatoria quando il richiamo agli indici viene introiettato nella legislazione nazionale. In arg. cfr. WUNDENBERG, *cit.*, 650.

economica occidentale[11], il tema degli indici finanziari per lungo tempo è stato relegato ad un ambito di *self-regulation* e di prassi, con limitati interventi legislativi.[12] L'attitudine dei regolatori internazionali è però radicalmente mutata a seguito della scoperta di alcuni scandali di particolare gravità relativi agli indicatori Libor ed Euribor in Europa[13], i quali hanno posto dubbi considerevoli circa la possibilità di rimettere alla sola opera del mercato la regolazione di tali indici.

In tal senso, alcune inchieste relative alle manipolazioni degli indici di riferimento su tassi di interesse hanno confermato la condotta manipolativa di alcune primarie banche internazionali coinvolte nel processo di formazione dell'indice (c.d. banche *panellist*), già durante la crisi finanziaria globale[14]. La possibilità di una manipolazione ad opera dei soggetti coinvolti nella fornitura delle *submission* era, in effetti, determinata dalla rilevante posizione di conflitto di

[11] Si richiami *ex multis* il discorso di COURÉ, *Reforming financial sector benchmarks*, al meeting annuale del *Money Market Contact Group*, Francoforte sul Meno, 27 settembre 2016, reperibile in *www.eib.org*. Solo per dare una idea dei volumi di scambi coinvolti, si consideri questo estratto da FSB, *Reforming,* cit., 9: "*As indicated in the estimates shown in Table 1, LIBOR is the most referenced benchmark in USD, GBP and CHF. EURIBOR is the dominant rate in EUR products. JPY LIBOR and TIBOR are the most referenced in JPY. The total notional outstanding amounts for LIBOR are estimated by the MPG at around $220 trillion. For EURIBOR the outstanding amount is around $150–180 trillion and TIBOR the figure is about $5 trillion*".

[12] Non si tratta di un caso isolato: sino alla crisi del 2008, ad esempio, non erano oggetto di regolazione le agenzie di rating (poi oggetto del Regolamento (CE) 1060/2009 e successive modifiche), e tutt'ora non hanno una regolamentazione completa i c.d. *proxy advisors*, oggi solo marginalmente oggetto di alcune previsioni della direttiva *Shareholders Rights II* (Direttiva (EU) 2017/828).

[13] In argomento, dal punto di vista giuridico e, soprattutto, con riferimento ad una possibile ricostruzione dal punto di vista dell'illecito di questo fenomeno, cfr. BRUTTI, op.cit., 302.

[14]In tal senso, è stato riscontrato che il differenziale (*spread*) tra il LIBOR e il TED (ovvero il tasso dei buoni del tesoro a tre mesi negli Stati Uniti) ha iniziato a divergere; in parallelo, mentre i tassi dei *credit default swap* (*i.e.*, i derivati che rimborsano un dato importo in caso di default dell'istituzione sottostante) di alcune banche sono aumentati, evidenziando un maggiore rischio di credito, tale aumento di rischiosità non si è riflesso nelle loro quotazioni LIBOR. Infine, con l'inizio delle turbolenze del mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, i valori del LIBOR e dell'EURIBOR, che storicamente tendevano ad oscillare nella stessa direzione, hanno iniziato a divergere, con una diminuzione del LIBOR e un aumento dell'EURIBOR. Tali fenomeni sono stati considerati indicatori di una adulterazione dell'EURIBOR, poi confermata dall'analisi economica. Cfr. al riguardo PRIEM – VAN RIE, cit., 51; e SNIDER - YOULE, *Does the LIBOR reflect banks' borrowing costs"?*, SSRN Working Paper, 2010, in www.ssrn.com .

interessi in capo alle stesse banche segnalanti, che da una parte contribuivano alla formazione dell'indice (fornendo una stima di valore, caratterizzata da un certo grado di aleatorietà) ma, dall'altro, impiegavano il medesimo indice nelle proprie contrattazioni[15]. Poiché il valore delle quotazioni dei prestiti sul mercato interbancario riflette la percezione di rischiosità della controparte, la banca aveva interesse a dichiarare un valore basso, che equivaleva ad una ridotta percezione del rischio di credito in capo alla stessa[16].

Dalle indagini condotte in relazione agli eventi sopra accennati sono derivate sanzioni irrogate dalle autorità di settore (tra le varie si segnala, in particolare, la decisione della Commissione europea del 4 dicembre 2013 in tema di manipolazione del tasso Euribor)[17], dando dunque l'avvio ad una fase di profonda riflessione sulla materia da parte dei principali organismi internazionali[18] e

[15]Cfr. ad esempio l'analisi di MOLONEY, cit., 739 ss.; WUNDENBERG, cit., 647. V. anche VERSTEIN, *Benchmark manipulation*, in *Boston College Law Review, vol. 56*, 2015, 215; FLETCHER, *Benchmark Regulation. Articles by Maurer Faculty,* 2017, 2635.

[16] L'esempio riportato da WUNDENBERG, loc. ult. cit., è relativo alle condotte sanzionate della banca Barclays da parte del regolatore inglese (all'epoca la FSA, cfr. FSA, *Final Notice*, 27 giugno 2012, in *fca.org.uk*). La decisione poggia essenzialmente sull'accertamento di due condotte: da un lato, Barclays ha presentato delle *submission* adulterate a seguito di richieste formulate da parte di operatori del *trading floor* dei derivati della banca, dunque con l'obiettivo di trarre vantaggio nelle operazioni di derivati su tassi di interessi in base alla variazione del LIBOR; dall'altro, Barclays avrebbe – durante la crisi finanziaria del 2008 – presentato delle *submission* errate per difetto (cioè più basse), con l'obiettivo di rappresentare una propria posizione più favorevole ed evitare una copertura mediatica negativa. Sulla base di queste constatazioni, la FSA ha comminato una sanzione di 59,6 milioni di sterline. In arg. v. anche DELLA GATTA, *Quale futuro per i benchmark del mercato monetario in euro?,* in *Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento*, 17 febbraio 2022, in *bancaditalia.it*, 23.

[17] Cfr. *Decisione della Commissione del 4 dicembre 2013 relativa a un procedimento a norma dell'articolo 101 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e dell'articolo 53 dell'accordo SEE (Caso AT.39914 – Derivati sui tassi di interesse in euro) [notificata con il numero C(2013) 8512] (2017/C 206/07),* che ha portato all'applicazione di sanzioni verso Deutsche Bank, Société Générale e Royal Bank of Scotland per importo complessivo superiore al miliardo di euro.

[18] Si prenda come riferimento l'opera condotta a livello internazionale dallo IOSCO (*International Organization Of Securities Commissions*) che ha portato al report IOSCO, IOSCO *Principles for Financial Benchmarks*, luglio 2013, in *www.iosco.org* ed il successivo IOSCO, *Review of the Implementation of IOSCO's Principles for Financial Benchmarks by Administrators of EURIBOR, LIBOR and Tibor*, luglio 2014, in *www.iosco.org* e la successiva IOSCO, *Second Review of the Implementation of IOSCO's Principles for Financial Benchmarks by Administrators of EURIBOR, LIBOR and TIBOR*, in *www.iosco.org*; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Reforming major interest rates*

stimolando a livello nazionale un certo volume di contenzioso relativo alla nullità di rapporti di finanziamento "a valle" per violazione delle regole in materia di intese restrittive.[19]

---

benchmarks, 22 luglio 2014, in *www.fsb.org*. Nel Regno Unito, va certamente richiamato il c.d. *Wheatley Review* del settembre 2012, su incarico del governo inglese, disponibile su *www.gov.uk*; nell'Unione Europea, prima dell'intervento regolatorio, va segnalato il documento congiunto ESMA/EBA, *Principles for Benchmarks-Setting Process in the EU*, Final Report, 6 giugno 2013, ESMA/2013/658.

[19] La vicenda, di per sé, non è direttamente conferente con l'oggetto di quest'opera ma se ne accennano alcune linee direttrici fondamentali, per completezza. L'intesa manipolativa sanzionata dalla Commissione Europea (v. *supra*) ha effetti, secondo una certa interpretazione, anche sulla disciplina antitrust applicabile, in particolare nella parte in cui la legge sancisce la nullità dei contratti "*a valle*" dell'intesa anticoncorrenziale. In particolare, secondo questa interpretazione l'intesa anticoncorrenziale renderebbe "nullo" il tasso EURIBOR adulterato e, per l'effetto, nulle le clausole dei contratti in cui è impiegato *per relationem*. Tale prospettazione è stata per la verità sconfessata dalla giurisprudenza maggioritaria (*ex multis* Trib. Perugia 2 ottobre 2020; Trib. Catania 14 ottobre 2020; Trib. Roma 7 maggio 2020; Trib. Pescara 18 novembre 2020; Trib. Rovereto 19 dicembre 2020; Trib. Padova 7 settembre 2021; Trib. Verona 9 dicembre 2022; App. Milano 30 maggio 2023; Trib. Sassari 20 giugno 2023) sulla base di argomentazioni variegate (tra cui, l'assenza della banca parte del contratto "a valle" dal cartello censurato, la limitazione temporale del periodo censurato). Tale (condivisibile) conclusione è stata però posta in discussione per effetto della recente Cass. 13 dicembre 2023, n. 34889, tra le altre in *dirittobancario.it*, secondo cui può argomentarsi la nullità della clausola che richiama l'EURIBOR poiché oggetto del divieto di cui all'art. 2 della l. n. 287/1990 è qualunque contratto o negozio a valle che costituisca applicazione delle intese illecite concluse a monte. Successivamente, la questione ha registrato sviluppi di assoluto rilievo, sui quali pare opportuno dare conto sia pure per cenni, attesa la loro idoneità a incidere – sul piano sistematico – sul tema della sorte delle clausole di determinazione del tasso a fronte del venir meno (o dell'inutilizzabilità) dell'indice. Con ordinanza interlocutoria 19 luglio 2024, n. 19900, la Prima Sezione civile della Cassazione ha rimesso gli atti al Primo Presidente per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, dubitando dell'orientamento della Terza Sezione (Cass. n. 34889/2023, cit., e Cass. 3 maggio 2024, n. 12007) e prospettando, in luogo della nullità per indeterminabilità dell'oggetto ex art. 1346 c.c., la possibile riconduzione della vicenda al piano dei vizi della volontà o del mero danno. Investite della questione, le Sezioni Unite – dopo le conclusioni della Procura Generale del 18-19 febbraio 2025 (favorevoli a escludere la qualificazione del mutuo indicizzato come contratto «a valle») – hanno tuttavia preferito soprassedere: con ordinanza interlocutoria 15 marzo 2025, n. 6943, in dejure.it, hanno rinviato la causa a nuovo ruolo in attesa della pronuncia della Corte di Giustizia, sollecitata medio tempore dal rinvio pregiudiziale disposto dalla Corte d'Appello di Cagliari con ordinanza 24 gennaio 2025 (causa C-60/25). Da ultimo, proprio in Corte di Giustizia UE, 03 settembre 2026, C-60/25 (*Livronsa*) la Corte ha ricondotto la fattispecie a una più corretta lettura «restrittiva», nel senso che l'art. 101, § 2, TFUE non comporta di per sé la nullità della clausola nei contratti conclusi al di fuori del mercato dei derivati (EIRD) e da banche estranee all'intesa: "*la manipolazione di un tasso d'interesse di riferimento su un mercato specifico, da un lato, non comporta la nullità di pieno diritto di qualsiasi clausola di un contratto facente riferimento a tale tasso di interesse qualora tale contratto rientri in un mercato distinto e le parti di detto contratto non abbiano partecipato all'intesa e, dall'altro, deve essere presa in considerazione da un giudice nazionale chiamato a*

Sotto un profilo di *policy*, le principali conclusioni raggiunte dagli organismi competenti hanno avuto ad oggetto: (i) da un punto di vista di mercato, l'individuazione di una gamma di indici di riferimento (c.d. approccio *multi-rate*) a disposizione degli operatori, in modo da supportare una fase di *transizione* verso l'adozione di strumenti basati su una metodologia più solida; (ii) dal punto di vista amministrativo, un rafforzamento delle procedure e delle cautele da adottarsi da parte degli amministratori degli indici; (iii) dal punto di vista tecnico, l'impiego di metodologie di rilevazione ancorate il più possibile ai dati delle operazioni effettivamente condotte[20] e lo sviluppo di tassi alternativi privi di rischio (*risk-free-rate*, RFR) in alternativa agli IBOR[21]; (iv) ed infine, dal punto di vista regolatorio,

pronunciarsi sulla validità di una clausola siffatta soltanto nei limiti riguardanti la natura nonché la portata sostanziale, personale, temporale e territoriale dell'infrazione constatate nella decisione di cui sopra, cosicché, qualora detta clausola non sia un elemento costitutivo di tale infrazione e il contratto in cui essa si inserisce non sia stato concluso per attuare o dare effetto al comportamento anticoncorrenziale oggetto di detta decisione, il quale afferisce ad un mercato distinto da quello in cui rientra tale contratto, la decisione in parola non può condurre all'invalidità di una clausola siffatta". Resterebbe quindi da valutare la possibilità per il giudice nazionale di apprezzare la validità e gli effetti della clausola alla luce del diritto interno (artt. 1346 e 1418 c.c.), nonché l'esperibilità dell'azione risarcitoria ex d.lgs. n. 3/2017. Il quadro resta dunque, *sub iudice*; ma è significativo che proprio la giurisprudenza di merito più recente (cfr. App. Cagliari, sez. dist. Sassari, 4 maggio 2026 e successive) tenda a dichiarare la nullità della clausola facendo leva non già sulla disciplina antitrust, bensì sul solo diritto interno, ossia sulla sopravvenuta impossibilità di determinazione dell'oggetto ex artt. 1346 e 1418 c.c.. Ci si permette di rimandare a PARZIALE – FARAONE, *Affinità/divergenze tra le fideiussioni "omnibus" e le "clausole EURIBOR": del conseguimento della nullità antitrust*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, maggio 2024. In arg. v. anche E. CAMILLERI, *Intesa sugli EIRD e finanziamenti indicizzati all'Euribor: il magnetismo resistibile della nullità*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2024, 1074; G. GUIZZI, *Manipolazione dell'*Euribor *e nullità dei contratti di finanziamento a tasso variabile: "ci risiamo"!*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 29 ss.; M. LIBERTINI, *Contratti bancari e intese anticoncorrenziali: recenti sviluppi (ancora con particolare riguardo ai contratti "a valle")*, in *Contratto e concorrenza nel mercato bancario – le sfide del XXI secolo,* a cura di E. Camilleri e M.Maugeri, Torino, 2026, 25; A. MONTANARI, *Manipolazione dell'EURIBOR nei derivati: brevi note a partire dalla Corte d'Appello di Roma n. 6582/2023*, in *Accademia*, 2024, 577 ss.

[20] Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Reforming major interest rates benchmarks,* 22 luglio 2014, in *www.fsb.org*.

[21] Dalla pubblicazione del rapporto, diversi indici IBOR sono stati riformati (vedi *infra*) mentre LIBOR ed Eonia sono stati abbandonati (*discontinued*) e gli utenti hanno iniziato a passare a nuovi RFR, come il *Secured Overnight Finance Rate* (SOFR) negli Stati Uniti, lo *Sterling Overnight Index Average* (SONIA) nel Regno Unito e *l'Euro Short-term Rate* (€STER) nell'Eurozona. Evoluzioni simili si osservano in altre giurisdizioni, tra cui Australia (AONIA), Canada (CORRA), Giappone (TONA), Hong Kong (HONIA) e Singapore (SORA). Cfr. PRIEM – VAN RIE, *cit.*, 51. In arg. v. anche *infra*.

l'adozione di strumenti normativi in grado di assicurare la vigilanza ed il controllo sul mercato degli indici.

3. Il governo e l'utilizzo dei *benchmark* nelle strategie del diritto regolatorio europeo

La necessità di dare attuazione alle linee direttrici sopra indicate ha comportato uno sforzo considerevole del Legislatore europeo in materia di *benchmark*[22].

Dal punto di vista del diritto unionale, le due principali direttrici riguardano: da un lato, la disciplina dell'abuso di mercato, riformata nel 2014, che disciplina le conseguenze della manipolazione di *benchmark* per il tramite alcune norme contenute nel regolamento MAR e nella direttiva crim-MAD[23]; dall'altro, l'emanazione dell'apposito Regolamento *Benchmark* (in acronimo *BMR* rispetto alla denominazione in lingua inglese) e relativa normazione delegata (in ossequio alla procedura *Lamfalussy*)[24].

[22] Così MOLONEY, loc. ult. cit.

[23] Regolamento (UE) n. 596/2014 e Direttiva 2014/57/UE. In arg. v., nello specifico, VEIL, *Market Manipulation*, in *European Capital Markets Law*, a cura di Veil, Oxford, 2022, 242. Sul tema si vedano, in generale AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Oxford, 2005; MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 679; VENTORUZZO, *Do Market Abuse Rules Violate Human Rights? The Grande Stevens v. Italy Case*, in 16 EBOR, 2015.

[24] Si fa riferimento in questo caso al c.d. *Regolamento Benchmark* ed al *corpus* normativo che si sta sviluppando attorno ad esso: cfr. Regolamento 2016/1011/UE, entrato in vigore il 30 giugno 2016 ed al relativo *Implementing Regulation* 2016/1368. Il regolamento è stato successivamente modificato per mezzo dei seguenti atti (i) Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda i parametri di transizione climatica dell'UE, i Benchmark UE allineati a Parigi e le informazioni relative alla sostenibilità per i benchmark; (ii) l'Art. 5 del Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019 (ESAs-Review); (iii) il regolamento (UE) 2021/168 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 febbraio 2021, che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda l'esenzione di alcuni parametri di riferimento per i cambi a pronti di paesi terzi e la designazione di sostituzione per taluni parametri di riferimento in cessazione e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. È interessante notare come la

Con riguardo al *corpus* in materia di abuso di mercato, la MAR individua una specifica fattispecie di "*manipolazione del mercato*", espressamente vietata[25], rilevante in misura diversa tanto per la disciplina delle sanzioni amministrative che per le collegate sanzioni penali, al ricorrere dei relativi presupposti[26]. In entrambi i casi la condotta si sostanzia nella trasmissione di informazioni false o fuorvianti.

Il Regolamento *Benchmark* agisce, invece, sul versante del c.d. diritto regolatorio, disciplinando l'infrastruttura responsabile per la determinazione degli indici impiegati nei contratti finanziari e di investimento o per misurare la performance degli organismi di investimento collettivo, con l'obiettivo di migliorare la protezione degli investitori e ridurre il rischio sistemico[27].

---

regolamentazione dei *benchmark* poggi sull'attuazione di strategie normative tendenzialmente simili a quelle previste da un altro *corpus* normativo sostanzialmente coevo, che è quello in materia di agenzie di rating attuato a partire dal 2009.

[25] Costituisce infatti "*manipolazione del mercato*" (art. 12 MAR) "*la trasmissione di informazioni false o fuorvianti o la comunicazione di dati falsi o fuorvianti in relazione a un indice di riferimento (benchmark) quando la persona che ha proceduto alla trasmissione o fornito i dati sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che erano falsi o fuorvianti, ovvero qualsiasi altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento*". La manipolazione del mercato ha rilievo penale, secondo la direttiva crim-MAD "*almeno nei casi gravi e se commessa con dolo*" (art. 5); con riguardo alla manipolazione dei *benchmark*, in Italia il recepimento è avvenuto con l'introduzione dell'art. 190.bis1 (*Sanzioni amministrative relative alle violazioni delle disposizioni del regolamento (UE) 2016/1011*); per quanto riguarda, invece, le sanzioni penali, l'art. 182 TUF comma 2 prevede che "*Le disposizioni degli articoli 185 e 187-ter si applicano altresì ai fatti concernenti: [...] gli indici di riferimento (benchmark)*". In arg. (ma la disciplina giuspenalistica è mutata al termine del 2023 con l'abrogazione del precedente art. 185 comma 2-*ter*), v. PEGGI, *Manipolazione degli indici di riferimento e strategie di contrasto: alcune considerazioni sul legame tra il regolamento benchmarks e il regolamento abusi di mercato*, in *Banca impresa società*, 2022, 2, 269. Per la disciplina previgente v. note critiche in MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Riv. trim. dir. penale contemporaneo*, 2018, 3, 174; S. PREZIOSI, *Nuova disciplina della manipolazione di mercato e bene giuridico tutelato*, in *Archivio Penale*, 2021, 1, 1.

[26] Si noti che la MAR è antecedente al Regolamento sui *Benchmark* (v. *infra*) e prevede quindi una sua autonoma definizione di "*«indice di riferimento (benchmark)» : qualsiasi tasso, indice o numero, messo a disposizione del pubblico o pubblicato, che è determinato periodicamente o regolarmente applicando una formula al valore di una o più attività o prezzi sottostanti, comprese stime di prezzi, tassi d'interesse o altri valori effettivi o stimati, ovvero a sondaggi, e sulla base di tali elementi è determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o il valore di uno strumento finanziario*".

[27] Il tema non può essere qui affrontato compiutamente; si rimanda a H.W. MICKLITZ, *The Visible Hand of European Regulatory Private Law - The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism in Competition and Regulation*, in *1 Yearbook of European Law*, 2009, 3

La BMR, infatti, dopo aver individuato il proprio ambito di applicazione oggettivo nella disciplina degli indici di riferimento[28] determina l'imposizione di regole vincolanti non soltanto su coloro i quali "amministrano" l'indice[29] o partecipano alla sua formazione trasmettendo dati[30], ma anche su coloro i quali impiegano il *benchmark* in qualità di utenti e sono, al contempo, soggetti "*rilevanti*" e quindi sottoposti a vigilanza[31].

Non tutte le regole della BMR rilevano per gli indici su tassi di interesse: coesistono regole specifiche (artt. 17 ss. BMR) per categorie di indici di riferimento, tra cui una regola speciale per tassi di interessi (artt. 18 e 18-*bis* BMR) e per altre categorie di indici[32], qui non rilevanti.

---

ss.; ripreso da ZOPPINI, *Diritto privato vs diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2013, 515 ss. V anche F. CAFAGGI, *Il diritto dei contratti nei mercati regolati: ripensare il rapporto tra parte generale e parte speciale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 95 ss.; A. GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in *Riv. dir. banc.*, 2020 (suppl.), 23 ss.

[28] Ai fini di quanto qui rileva, per maggiore precisione, può essere utile riportare la definizione dell'articolo 3 BMR "*«indice di riferimento (benchmark)» : un indice in riferimento al quale viene determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o per un contratto finanziario, o il valore di uno strumento finanziario, oppure un indice usato per misurare la performance di un fondo di investimento allo scopo di monitorare il rendimento di tale indice ovvero di definire l'allocazione delle attività di un portafoglio o di calcolare le commissioni legate alla performance*".

[29] "*«amministratore»: una persona fisica o giuridica che ha il controllo della fornitura di un indice di riferimento*" e "*«fornitore dell'indice»: la persona fisica o giuridica che controlla la fornitura di un indice*".

[30] "*«contributore di dati»: la persona fisica o giuridica che effettua una contribuzione di dati*" e, a sua volta, "*«contribuzione di dati»: la contribuzione a un amministratore, o altra persona affinché li trasmetta a un amministratore, dei dati non prontamente reperibili che sono necessari alla determinazione di un indice di riferimento e che vengono forniti a tale scopo*".

[31] In questo caso, la BMR non riporta una definizione di "*utente*" bensì esclusivamente di "*entità sottoposta a vigilanza*" (*supervised entity*) che ricomprende, tra le varie, imprese di investimento, enti creditizi, OICR, imprese di assicurazioni, controparti centrali, repertori di dati e operatori di mercato (art. 3, par. (1), num. (17) BMR) la scelta si giustifica per la circostanza che le regole della BMR non hanno applicazione generale ma, come si vedrà, hanno una portata specifica limitata agli "utenti" sottoposti a vigilanza.

[32] Tali requisiti sono stati introdotti dal Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda i parametri di transizione climatica dell'UE, i parametri allineati a Parigi dell'UE e le informazioni sulla sostenibilità per i parametri di riferimento. Senza entrare nei dettagli (qui non rilevanti) il Legislatore europeo ha introdotto requisiti specifici per due tipi di benchmark di sostenibilità, *i.e.*, gli *EU Climate Transition Benchmarks* e gli *EU Paris-Aligned Benchmarks*. Cfr. WUNDENBERG, cit., 661.

Dal punto di vista soggettivo, il sistema regolatorio copre l'intera "catena di distribuzione" ponendo regole in capo agli *amministratori, contributori* e *utenti* di *benchmark*. A tal riguardo, la BMR enfatizza il ruolo delle autorità nazionali ed europee come *gatekeeper*, prevedendo un regime graduato di autorizzazione/iscrizione per gli amministratori. L'*autorizzazione* è richiesta all'autorità nazionale competente dello Stato Membro di appartenenza ma, per il caso dei *benchmark* di maggior rilievo o "critici", tanto l'autorizzazione quanto la vigilanza è posta direttamente in capo all'ESMA[33]. La registrazione è invece la diversa procedura richiesta agli enti, già soggetti a vigilanza, che forniscono un *benchmark* non critico ma comunque significativo.

Il regolamento copre i requisiti di governance e operativi fortemente orientati alla gestione dei conflitti di interesse[34] e disciplina anche le modalità di determinazione e la gestione del *benchmark*, anche con riguardo ai dati di input[35].

La strategia regolatoria è differente invece per i "contributori", vale a dire coloro i quali forniscono i dati (*submission*) per il calcolo dei *benchmark*. Sotto questo profilo, il sistema prevede una sorta di autoregolamentazione rafforzata poiché,

[33] Cfr. art. 34 BMR. L'ESMA ha competenza diretta in materia di società di rating, *trade repositories (*repertori di dati di negoziazione*), securitisation repositories* (repertori di dati di cartolarizzazione), alcuni DRSP (*Data reporting services providers*) ed alcune controparti centrali (c.d. livello 2).

[34] Cfr. art. 4 BMR. Il quadro di regole applicabili è comunque piuttosto esteso e riguarda, *inter alia*, l'organizzazione della funzione di sorveglianza permanente (art. 5 BMR); il sistema dei controlli, che assicura la conformità del benchmark al BMR, compresa la gestione del rischio operativo e i dispositivi di emergenza (art. 6 BMR); verifiche esterne ed *accountability* (art. 7 BMR); la tenuta dei registri (art. 8 BMR); le procedure di gestione dei reclami (art. 9 BMR) e le politiche di esternalizzazione (art. 10 BMR).

[35] Cfr. art. 11 BMR. I dati forniti per la rilevazione del benchmark devono, *inter alia*, essere sufficienti a rappresentare accuratamente e in maniera affidabile il mercato o la realtà economica che l'indice di riferimento intende misurare ed essere sotto forma di dati sulle operazioni effettivamente eseguiti (e quindi non esposti a discrezionalità e conflitti di interesse), ove *disponibili e idonei* (art. 11 BMR). La BMR detta inoltre regole (in verità piuttosto generiche e di ampia interpretazione) relative alle metodologie impiegate per rilevare l'indice (art. 12), che devono inoltre essere oggetto di pubblicità in conformità alle regole di trasparenza apposite. Le regole di trasparenza ricomprendono anche l'obbligo per l'amministratore di pubblicare una "dichiarazione sull'indice di riferimento" (art. 27 BMR) per ogni *benchmark* o famiglia di *benchmark* (*i.e.*, *benchmark* di scopo simile che utilizzano dati simili) che deve essere aggiornata ogni qualvolta sia necessario e, comunque, almeno ogni due anni.

da un lato, rimette la regolazione delle condotte alla definizione di *codici di condotta* da parte dell'amministratore del *benchmark*, ma dall'altro *testualizza* i contenuti minimi di tali documenti, consentendo all'autorità nazionale di richiedere all'amministratore di apportare "integrazioni" ai codici ove siano riscontrate carenze[36].

Infine, sotto il profilo dei soggetti rilevanti la regolamentazione prevede una apposita disciplina degli "utenti" (enti già soggetti a vigilanza che impiegano un *benchmark* per la propria attività), la quale prevede un obbligo per tali soggetti di impiegare esclusivamente *benchmark* gestiti da amministratori autorizzati o registrati in Europa, oppure *benchmark* di Paesi terzi il cui impiego è autorizzato nell'Unione secondo le disposizioni applicabili della BMR[37].

Il Legislatore adotta inoltre un approccio graduato, basato su regimi più o meno vincolanti in base al rischio (c.d. *risk based approach*), distinguendo un sistema di regole scalare applicabile a *benchmark* "critici", "significativi" e "non significativi". In particolare, per i *benchmark* "*critici*"[38] è previsto un set di regole

[36] Cfr. art. 15 BMR. Peraltro, quando il contributore è un soggetto a vigilanza, trovano applicazione delle regole specifiche (art. 16 BMR), relative principalmente alla governance, alla gestione dei conflitti di interesse ed alla gestione delle procedure con cui i dati oggetto di contribuzione sono rilevati e trasmessi.

[37] Cfr. art 29 BMR e WUNDENBERG, cit., 662. In particolare, l'impiego di *benchmark* di paesi terzi, oggetto di apposita registrazione in un elenco tenuto dall'ESMA è possibile soltanto per gli indici in relazione ai quali (i) sia stata adottata una decisione di *equivalenza* da parte della Commissione UE (ad oggi, la Commissione ha adottato decisioni di equivalenza solo con riguardo ad Australia e Singapore), (ii) sino all'adozione della decisione di equivalenza l'amministratore sia stato "riconosciuto" dall'autorità competente (art. 32 BMR) (iii) sia intervenuto un *avallo* relativo ad un *benchmark* da parte di un amministratore stabilito in UE. Il punto è particolarmente rilevante con riguardo ai *benchmark* pubblicati nel Regno Unito, in quanto formalmente a seguito di Brexit gli amministratori di quel Paese si considerano come amministratori di Paesi terzi. Il periodo transitorio per l'impiego nell'Unione dei benchmark di Paesi terzi, da ultimo prorogato al 31 dicembre 2025, è ormai scaduto; il relativo regime è stato peraltro ridisegnato dal Regolamento (UE) 2025/914, applicabile dal 1° gennaio 2026. Cfr. Regolamento Delegato (UE) 2023/2222 della Commissione del 14 luglio 2023 che proroga il periodo transitorio stabilito per gli indici di riferimento di paesi terzi all'articolo 51, paragrafo 5, del regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio. In argomento cfr. ESMA, *Public Statement – Impact of Brexit on the Benchmark Regulation*, ESMA80-187-881, 15 dicembre 2023 in *www.esma.europa.eu*.

[38] Sono *benchmark* "critici" quelli identificati dalla Commissione UE e che rientrano almeno in una delle seguenti categorie: (a) l'indice di riferimento è utilizzato direttamente o indirettamente

più invasivo, legato al peculiare rischio di natura sistemica che caratterizzerebbe l'interruzione della pubblicazione di tali indici (c.d. *market disruption*). Nello specifico, le autorità nazionali hanno il potere di *imporre la continuazione* del funzionamento di un *benchmark* critico: possono obbligare l'amministratore a continuare a pubblicare il *benchmark* fino a quando il *benchmark* non sia stato "*trasferito*" a un nuovo amministratore, la sua fornitura possa essere cessata in modo ordinato o il *benchmark* non sia più critico[39]; e possono imporre che i contributori e i soggetti sottoposti a vigilanza continuino a contribuire a un *benchmark*, per un massimo di cinque anni[40].

Sugli amministratori di benchmark critici grava inoltre l'obbligo di concedere licenze e informazioni a tutti gli utenti su basi eque, ragionevoli, trasparenti e non discriminatorie[41].

Per i *benchmark* "significativi"[42] le norme prevedono che gli amministratori possano disapplicare alcune regole specifiche secondo il principio *comply or explain*[43], mentre, infine, per i *benchmark* "*non significativi*" (categoria residuale),

---

all'interno di una combinazione di indici di riferimento in relazione a strumenti finanziari o contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento aventi un valore totale di almeno 500 miliardi di euro, sulla base di tutta la gamma di scadenze o termini dell'indice di riferimento, ove applicabile; (b) l'indice di riferimento si basa sui dati trasmessi da contributori di dati che sono per la maggior parte ubicati in uno Stato membro ed è riconosciuto quale indice di riferimento critico in tale Stato membro; (c) *benchmark* che misurano sottostanti di almeno 400 miliardi di euro, ma per i quali non esistono o esistono pochi sostituti appropriati gestiti dal mercato. Cfr. art. 20 BMR. Allo stato attuale, ai sensi del Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1368 della Commissione, i *benchmark* critici identificati sono esclusivamente quelli relativi a valute: *Euro Interbank Offered Rate* (EURIBOR), *Euro Overnight Index Average* (EONIA), *Stockholm Interbank Offered Rate* (STIBOR), *Warsaw Interbank Offered Rate* (WIBOR), *Norwegian Interbank Offered Rate* (NIBOR).

[39] Cfr. art. 21 BMR. L'obbligo di proseguire nella pubblicazione dell'indice non può superare i 12 mesi, rinnovabili, comunque per un periodo complessivamente considerato non superiore a 5 anni.

[40] Cfr. art. 23 BMR.

[41] Cfr. art. 22 BMR.

[42] Cioè, i *benchmark* che misurano almeno 50 miliardi di euro di sottostanti, ma che non hanno sostituti adeguati o ne hanno pochissimi e che avrebbero un impatto negativo sul mercato se cessassero di essere forniti (cfr. art. 24 BMR).

[43] Cfr. art. 25 BMR. In particolare, l'amministratore può decidere di non applicare l'articolo 4, paragrafo 2 (separazione operativa) e paragrafo 7, lettere c), d) ed e) (*chinese wall* per conflitto di

una gamma più ampia di norme è oggetto di applicazione facoltativa; l'autorità nazionale non può richiedere all'amministratore di conformarsi alle norme derogate, ma può richiedere informazioni e modifiche alle proprie regole interne[44].

Su questa stessa architettura per categorie è di recente intervenuto il Regolamento (UE) 2025/914 del 7 maggio 2025, che ha operato una significativa revisione della BMR in chiave di riduzione degli oneri regolatori, che però non riguardano direttamente le questioni relative ai benchmark relativi a valute.[45]

Quanto alla vigilanza, la BMR appronta un sistema multilivello: la vigilanza sugli amministratori dei *benchmark* critici è coordinata dal collegio obbligatorio dei

---

interesse dei dipendenti), l'articolo 11, paragrafo 3, lettera b) (procedure di sorveglianza e verifica nel caso in cui i dati siano forniti dal *front office* di un contributore), o l'articolo 15, paragrafo 2 (requisiti minimi del codice di condotta per contributori), riguardo ai propri indici di riferimento significativi "*qualora tale amministratore ritenga che l'applicazione di uno o più di tali requisiti sarebbe sproporzionata alla luce della natura o dell'impatto dell'indice di riferimento oppure delle dimensioni dell'amministratore*".

[44] Cfr. Art. 26 BMR. L'amministratore può decidere di non applicare l'articolo 4, paragrafo 2, l'articolo 4, paragrafo 7, lettere c), d) ed e), e l'articolo 4, paragrafo 8, l'articolo 5, paragrafi 2, 3 e 4, l'articolo 6, paragrafi 1, 3 e 5, l'articolo 7, paragrafo 2, l'articolo 11, paragrafo 1, lettera b), l'articolo 11, paragrafo 2, lettere b) e c), l'articolo 11 paragrafo 3, l'articolo 13, paragrafo 2, l'articolo 14, paragrafo 2, l'articolo 15, paragrafo 2, e l'articolo 16, paragrafi 2 e 3, agli indici di riferimento non significativi. La lista è chiaramente molto più corposa rispetto a quella prevista per gli intermediari significativi e non si ritiene quindi utile riportare tutti i riferimenti. Si può però ricostruire l'ambito delle esenzioni facendo riferimento alle note relative ai paragrafi precedenti.

[45] V. il Regolamento (UE) 2025/914 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 maggio 2025, in GUUE L del 19 maggio 2025, che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 quanto all'ambito di applicazione delle norme per gli indici di riferimento, all'uso nell'Unione di indici forniti da amministratori di Paesi terzi e a taluni obblighi di segnalazione; il regolamento si applica a decorrere dal 1° gennaio 2026. La modifica, introdotta dall'art. 1, par. 1, lett. a), del Regolamento, ha ristretto l'ambito di applicazione dei Titoli da II a VI della BMR ai soli *benchmark* «critici» e «significativi» (oltre ai *benchmark* climatici dell'Unione e ad alcuni indici su materie prime), espungendo dal perimetro regolatorio gli amministratori di indici «non significativi», ai quali è comunque riconosciuta la possibilità di aderire al regime (opt-in), fermo restando il rispetto di livelli quantitativi minimi e l'approvazione da parte dell'autorità competente. Ai fini che qui interessano, va tuttavia sottolineato un dato di particolare rilievo sistematico: il legislatore europeo ha avuto cura di precisare che le disposizioni del capo 4-bis (artt. 23-bis, 23-ter e 23-quater), in quanto preordinate ad assicurare la certezza del diritto e la stabilità economica nei casi di liquidazione di un indice (considerando 2), restano applicabili a *tutti* gli indici di riferimento. Ne consegue che il meccanismo di continuità operativa e di sostituzione legale dell'indice – che costituisce, come si vedrà, il fulcro attorno al quale ruota l'articolo 118-bis TUB – non risulta inciso dalla novella, conservando una portata generale a prescindere dalla classificazione del singolo *benchmark*; del resto, l'EURIBOR mantiene comunque la qualifica di indice «critico» e resta dunque pienamente nel perimetro applicativo del Regolamento.

supervisori[46], mentre l'ESMA è l'autorità di vigilanza designata per i *benchmark* critici dell'UE, con competenza *diretta*, in linea con il modello sviluppato per le agenzie di *rating*[47]. Per il resto, la vigilanza è attribuita alle autorità nazionali competenti, che vigilano su amministratori, contributori e utenti di *benchmark*[48].

4. Questioni specifiche in materia di indici su tassi di interesse

Gli aggiornamenti della BMR tengono conto degli eventi recenti avvenuti nel settore degli indici su tassi di interesse e, specularmente, le evoluzioni del mercato di tali indicatori hanno risentito in modo considerevole dell'impulso fornito dalla legislazione. Si è trattato, dunque, di una reciproca influenza che ha comportato evoluzioni da entrambi i lati del rapporto.

In linea generale, già l'impianto originario dell'articolo 18 BMR prevedeva in modo espresso, così come tuttora, che le regole più elastiche previste per i *benchmark* significativi e non significativi, ad esclusione di quelli "critici", non trovassero applicazione con riguardo "*alla fornitura e alla contribuzione di indici di riferimento per la determinazione dei tassi di interesse*". In generale, quindi, il sistema normativo sconta una maggiore rigidità con riguardo a questo specifico settore, poiché come visto sopra le regole previste per i benchmark "critici" sono significativamente più stringenti.

Inoltre, la BMR già in passato prevedeva un complesso di regole specifiche, riportate in allegato (Allegato I), applicabile esclusivamente alla determinazione dei tassi di interesse, relativo peraltro a (i) la fornitura della base dati, con una priorità nell'uso di dati relativi ad operazioni effettivamente eseguite rispetto a

[46] Cfr. art. 46 BMR. In precedenza, questo organo era previsto solo dal regolamento EMIR per la vigilanza sulle controparti centrali. Cfr. MOLONEY, loc. ult. cit.
[47] Cfr. art. 34, par. 1 lett. a).
[48] Così, MOLONEY, op.cit., 748, secondo cui, peraltro "*La BMR può essere considerato il culmine, fino ad oggi, delle innovazioni in materia di vigilanza sviluppatesi a partire dall'istituzione dell'ESMA nel 2011*".

stime ed operazioni indicative; (ii) l'istituzione di un comitato di sorveglianza indipendente per ciascun amministratore; (iii) la revisione periodica della metodologia impiegata per il calcolo; (iv) requisiti aggiuntivi (e più robusti) a carico dei contributori di dati.

Nel febbraio 2021, il regime dei parametri di riferimento è stato ulteriormente modificato per far fronte all'impatto della prevista cessazione del Libor ad esito delle vicende occorse nei primi anni del 2010, principalmente motivata dalla necessità di superare il metodo delle quotazioni e la scarsa liquidità di alcuni mercati interbancari relativi alle valute quotate[49]. Parallelamente, nell'Unione Europea venivano interrotte anche le pubblicazioni di un altro indice, l'Eonia, impiegato per le operazioni a brevissimo termine (c.d. *overnight*)[50]. Al fine di evitare un'interruzione significativa del funzionamento dei mercati finanziari nell'UE, è stato inserito un nuovo capo 4-bis nella BMR (artt. 23-*bis, -ter* e *-quater*), che introduce delle nuove norme di *continuità operativa*.

Le previsioni di nuovo inserimento attribuiscono al potere pubblico la possibilità di designare un parametro di riferimento sostitutivo obbligatorio e di sostituire, a determinate condizioni, tutti i riferimenti presenti nei contratti e negli

[49] Cfr. WRIGHT, cit., 27 e Regolamento (UE) 2021/168 del Parlamento europeo e del Consiglio del 10 febbraio 2021 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda l'esenzione di taluni indici di riferimento per valuta estera a pronti di paesi terzi e la designazione di sostituti di determinati indici di riferimento in via di cessazione, e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. A seguito degli scandali sopra richiamati, si era proceduto al trasferimento della gestione del sistema dalla British Bankers Association LIBOR Ltd. (BBALL) alla società londinese ICE Benchmark Administration Ltd. (IBA), a partire dal 1 febbraio 2014. In verità, il c.d. *Wheatley Report* aveva concluso nel senso della necessità di una riforma del LIBOR (non della sua eliminazione), eliminando gli indici meno diffusi per valuta e data di esigibilità (prima della riforma si potevano contare oltre 150 indici). In arg. cfr. ZAKRZEWSKI – FULLER, loc. ult. cit.

[50] Eonia (*Euro overnight index average*) indicava la media ponderata dei tassi c.d. *overnight* (cioè a brevissimo termine) rilevati sulle operazioni di finanziamento non garantite, concluse sul mercato interbancario. L'Eonia era pubblicato dallo *European Money Market Institute* (EMMI), il quale già a fine 2015 aveva avviato una revisione delle modalità di pubblicazione dell'indice, rilevando che il panel delle consultazioni era troppo concentrato e non in grado di rispettare i requisiti imposti dalla BMR. Tale situazione ha condotto all'interruzione della pubblicazione dell'indice ed alla transizione verso il tasso €STR, un valore appartenente alla famiglia dei c.d. *risk free rates* calcolato dalla Banca Centrale Europea come la media ponderata delle operazioni eseguite sul mercato monetario giornalmente in Europea. In arg., v. estensivamente PRIEM – VAN RIE, cit., 61.

strumenti finanziari in cui il *benchmark* che ha cessato di essere pubblicato veniva impiegato. Poteri analoghi sono concessi alle autorità nazionali competenti degli Stati membri in cui si trova la maggioranza dei contributori di un *benchmark* rilevante. In linea di principio, i suddetti poteri si applicano non solo ai *benchmark* "critici" come il Libor, ma anche ad altri *benchmark* qualora la loro cessazione possa *perturbare* in modo significativo il funzionamento dei mercati finanziari dell'Unione.

In base ai requisiti specificati nel regolamento sui *benchmark*, i riferimenti nei contratti e negli strumenti finanziari sono sostituiti di diritto se tali contratti non contengono un'adeguata disposizione volta ad individuare un parametro alternativo (c.d. *fallback provisions*). In sostanza quindi, il potere di sostituire un indice d'imperio trova applicazione solo con funzione suppletiva rispetto alla volontà delle parti. La sostituzione imperativa di un parametro non è sconosciuta al nostro ordinamento, poiché era stata prefigurata anche nel contesto del passaggio dalla lira all'Euro: in quel caso, il Legislatore aveva individuato una disposizione di sostituzione imperativa di parametri di riferimento, riconoscendo l'impossibilità per il sistema economico di fare affidamento esclusivamente sullo strumento della rinegoziazione volontaria delle parti[51].

Dal punto di vista organizzativo, infine, la BMR prevede due presidi specifici a carico dei soggetti vigilati coinvolti: da un lato, infatti, gli amministratori sono tenuti a stabilire "*una procedura relativa alle azioni da intraprendere in caso di variazioni o cessazione*" del *benchmark*[52]. Dall'altro, gli enti soggetti a vigilanza che impiegano i *benchmark* "*designano uno o più indici di riferimento alternativi a cui si potrebbe fare riferimento, per la sostituzione degli indici di riferimento dei*

[51] Cfr. al riguardo art. 3 del Regolamento 1103/97/CE e, in argomento, DE NOVA, *Il principio di continuità dei contratti dopo l'introduzione dell'Euro*, in *Contratti*, 1998, 11, 5; MEZZETTI, *Introduzione dell'euro e contratti in corso di adempimento*, in *Dir. Un. Eur.*, 1999, 1, 75. In Italia, la sostituzione d'imperio è stata disposta dal c.d. decreto Euro (d.lgs. 213/1998) per il tramite del suo art. 2, commi 2 – 5.
[52] Cfr. Art. 28 (1) BMR.

quali sarebbe sospesa la fornitura, indicando il motivo per cui tali indici sarebbero alternative valide"[53].

5. Adozione di tassi *risk-free* e clausole di *fallback* nella prassi contrattuale

Dal punto di vista metodologico, in sede internazionale si è mostrata una decisa preferenza per l'adozione dei c.d. *risk free rates* (RFR). Rispetto alla famiglia di tassi *non-risk-free* (*e.g.*, l'Euribor), la rilevazione di questi indici è basata esclusivamente sulla rilevazione di operazioni eseguite su mercati sufficientemente liquidi e per scadenze estremamente ristrette (*overnight*). Ciò comporta che il valore dell'indice non rifletta il rischio di credito associato alla relazione con la controparte, ma esclusivamente il rapporto sottostante (in questo caso, il prestito di valuta) in un dato momento.

L'applicabilità di questi indici però non è immediata e non può sostituire senza modifiche sostanziali gli indici attualmente utilizzati. Ciò in quanto l'indice rilevato nel corso del tempo ha necessità di essere adeguato alla durata temporale in cui deve essere applicato, ed è quindi necessario un calcolo matematico che, partendo dalla ricognizione dei valori rilevanti nel passato, ricostruisca il tasso "finito" da applicare al periodo di interesse selezionato (c.d. *backward looking approach*)[54] prevedendo inoltre, se necessario, un coefficiente di aggiustamento

[53] Cfr. Art. 28 (2) BMR.

[54] A seconda della modalità di calcolo dell'interesse il tasso applicabile è detto, nella prassi *compounded* o *non compounded* rate: nel primo caso si applica una formula matematica per individuare un unico valore di interesse da applicare al periodo di riferimento, nel secondo caso invece si considerano tutti i tassi pubblicati giornalmente e si calcola l'effettivo rendimento del capitale su base giornaliera. Per sgombrare il campo da ogni dubbio, è importante evidenziare che tale soluzione non ha nulla a che vedere con la capitalizzazione prevista dall'articolo 1283 c.c. poiché non vi è alcuna forma di anatocismo (*i.e.*, di creazione di interesse su interesse). In argomento pare sufficiente richiamare, per riassumere i termini della questione, Cass. (ord.) 6 settembre 2023, tra i vari in *dirittobancario.it* e DI MARCELLO, *Il mutuo con ammortamento "alla*

(c.d. *credit adjustment spread*)[55].

La tendenziale complicazione operativa legata all'adattamento dei tassi RFR a rapporti di durata estesa ha comportato la ricerca di una soluzione alternativa di più immediata adattabilità ai contratti esistenti. In tal senso, l'attuale amministratore dell'Euribor ha avviato la pubblicazione di un nuovo tasso di tipo *forward looking* (determinato, cioè, in anticipo rispetto al periodo in cui lo stesso si applica) denominato Efterm e che, verosimilmente, dovrebbe diventare nel tempo la soluzione alternativa all'Euribor di più semplice ed immediata applicazione pratica (e verosimilmente il suo sostituto, ove si proceda alla cessazione di tale indice)[56].

Sotto altro profilo, la consapevolezza circa la possibilità di una interruzione nelle pubblicazioni degli indici di riferimento ha condotto già oggi (almeno nella prassi delle operazioni più sofisticate) ad inserire nei contratti clausole di sostituzione dell'indice di riferimento (c.d. *fallback provision* o "clausole di riserva" nell'articolato della BMR).

Sotto questo profilo, le strategie negoziali sono sostanzialmente due: (i) inserire un mero impegno a rinegoziare in futuro la clausola di tasso di interesse, in modo da scongiurare l'impossibilità di dedurre nel contratto la prestazione di interessi per impossibilità di rilevare il parametro di riferimento (c.d. *softwired fallback*

---

francese" tra norme attuali e prospettive future, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2024, 2, reperibile presso *dirittobancario.it*.

[55] Se un istituto di credito emette un prestito a tasso variabile e lo finanzia prendendo a prestito sul mercato monetario (all'ingrosso) non garantito, il costo di finanziamento della banca è esposto sia al *rischio di mercato* (cioè, al rischio collegato all'oscillazione del tasso d'interesse) sia agli *spread* di credito della banca. Se il prestito a tasso variabile facesse riferimento a un indice che rappresenta un tasso c.d. *risk-free*, la banca coprirebbe solo la componente del suo costo di finanziamento legata al tasso privo di rischio e non il rischio di credito. Così PRIEM – VAN RIE, cit., 53.

[56] L'Efterm è un tasso *forward looking* calcolato utilizzando i dati di mercato disponibili su contratti derivati *swap* e *futures* su indici *overnight* che fanno riferimento al tasso €STR. È calcolato per cinque scadenze (c.d. *tenors*): 1 settimana, uno, tre, sei e dodici mesi. L'indice misura "*l'evoluzione media prevista (ossia, prospettica) dei costi di finanziamento all'ingrosso in euro non garantiti overnight delle banche dell'area dell'euro su periodi di tenor definiti*" (così dal sito dell'amministratore, EMMI).

provisions); (ii) prevedere *da subito* l'accordo sul parametro sostitutivo (c.d. *hardwired fallback provisions*) inserendo nel contratto una clausola di sostituzione del tasso di interesse al verificarsi di eventi di interruzione del parametro originario (c.d. *rate switch*).

Guardando alle questioni di diritto nazionale, trattandosi dell'introduzione in Italia di clausole contrattuali generalmente elaborate dalla prassi straniera occorre valutarne la conformità rispetto al quadro normativo nazionale di recepimento.

In linea generale, il fondamento delle clausole di *fallback* non sembra potersi rinvenire negli artt. 1285 ss. c.c. in materia di obbligazioni alternative, nel senso che la clausola di *fallback* non postula una *facoltà di scelta* rimessa ad una delle parti (art. 1286 c.c.), ma una delle due prestazioni ha natura solo residuale (*i.e.*, trova applicazione solo nell'impossibilità dell'altra). Ciò detto, dunque, resta chiaramente nella sfera di autonomia delle parti individuare una disciplina recessiva della prestazione di interessi, che potrà divenire efficace in caso di cessazione dell'indice principale individuato dalle parti (e quindi di impossibilità di determinare la prestazione dedotta nel contratto).

6. Soluzioni nazionali per il governo degli indici su tassi: il nuovo articolo 118-*bis* TUB. La trasparenza informativa (commi 1 e 2)

Le questioni inerenti alla potenziale interruzione nella pubblicazione di indici di riferimento su tassi di interesse sono state affrontate in Italia con la recente introduzione dell'articolo 118-*bis* TUB[57], che in sostanza realizza l'adeguamento

[57] L'introduzione dell'Articolo è avvenuta per il tramite dell'art. 3 del D. Lgs. 7 dicembre 2023, n. 207 ed è efficace dal 10 gennaio 2024 (per i contratti esistenti è stato previsto un periodo di adeguamento di un anno dall'entrata in vigore della norma).

dell'ordinamento italiano della BMR con riguardo alla materia bancaria[58] (quest'ultimo, in quanto regolamento, è dotato di diretta applicabilità ed efficacia diretta, ma che lascia comunque alcuni spazi di adattamento alla disciplina nazionale)[59][60].

L'art. 118-*bis* propone alcuni separati nuclei precettivi, *i.e.*, (i) l'obbligo di trasparenza dei piani di sostituzione degli indici; (ii) l'obbligo di indicare nella documentazione contrattuale le modifiche all'indice di riferimento; (iii) la disciplina della variazione contrattuale (*ius variandi*).

Va evidenziato, in linea generale, che il Legislatore ha inserito la nuova disciplina nell'ambito del Titolo VI del TU e, quindi, nel contesto più generale della disciplina di *trasparenza* delle relazioni contrattuali tra banche e clienti[61].

---

[58] Per la verità, l'ambito di applicazione della BMR e degli articoli relativi alla sostituzione di indici è più ampio, poiché la disciplina trova applicazione tanto con riguardo ai contratti bancari, quanto agli altri rapporti finanziari collegati alla prestazione dei servizi di investimento (si pensi, su tutti, all'operatività in derivati). A tal fine, lo stesso D.lgs. 207/2023 sopra richiamato inserisce un nuovo comma 5-*bis* all'articolo 4-*septies*.1 TUF, molto più laconico rispetto alla disciplina bancaria, secondo cui "*Ai sensi dell'articolo 23-ter, paragrafo 7, del regolamento (UE) 2016/1011, il Comitato per le politiche macroprudenziali, di seguito anche Comitato, è l'autorità competente a valutare se una clausola di riserva di uno specifico tipo di accordo originariamente convenuta non rispecchi più, oppure rispecchi con differenze significative, il mercato o la realtà economica che l'indice di riferimento in via di cessazione intendeva misurare e se l'applicazione di tale clausola possa costituire una minaccia per la stabilità finanziaria. Il Comitato rende pubblici gli elementi considerati alla base della valutazione di cui al primo periodo. [...]*".

[59] La norma è stata introdotta dall'art. 3 del D. Lgs. 7 dicembre 2023, n. 207, recependo, in sostanza la raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 22 dicembre 2011, istituendo il Comitato per le politiche macroprudenziali composto da Banca d'Italia, Consob, Ivass e Covip, e, dall'altro, fornendo una sorta di "attuazione" agli articoli 23-ter, paragrafo 7, e 28, paragrafo 2, della BMR (già menzionati sopra).

[60] Nel senso che l'art. 118-*bis* TUB costituisca un caso di sostanziale *gold plating*, non giustificato né dagli spazi di intervento lasciati dalla norma europea né da effettive esigenze di tutela dei contraenti, v. SANDRELLI G., *Un caso di gold plating: l'art. 118-bis t.u.b. e le clausole di riserva per la determinazione del tasso di interesse*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, 6, 798 ss. L'Autore muove da una diagnosi in larga parte condivisibile, ma ne trae una conclusione che qui non si condivide appieno: la divergenza andrebbe risolta in via interpretativa, riconoscendo alla norma interna una portata assai più circoscritta di quella suggerita dalla sua lettera, in sostanza disconoscendone la portata applicativa (ivi, parr. 7 e 8).

[61] Il tema della trasparenza è vastissimo ed è tradizionale terreno fertile di contributi in dottrina e di vasta produzione giurisprudenziale. Risulta difficile ricostruire le mille declinazioni della materia; per una visione di insieme si rimanda, *ex multis*, LUCANTONI, *La "clausola generale di trasparenza e le discipline di trasparenza nel TUB*, in *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of*

È in questa cornice, dunque, che si inscrive l'articolo 118-bis: norma che accentua il versante informativo (pubblicità dei piani, indicazione contrattuale dell'indice sostitutivo, comunicazione dell'evento di sostituzione) e vi affianca un rimedio di tipo *manutentivo-conformativo* (la procedura di variazione assistita dal recesso), così confermando la perdurante centralità del paradigma della trasparenza quale tecnica regolatoria del rapporto bancario, ma anche esponendosi alle critiche di eccesso di tutela che a quel paradigma sono storicamente rivolte.

Come si avrà modo di vedere, le nuove disposizioni recuperano molti degli stilemi della disciplina di trasparenza preesistente applicabile ad altri casi di modifica dei contratti in corso, realizzando una nuova, interessante, *variazione sul tema*. Non mancano però alcuni elementi critici che rischiano di determinare effetti controproducenti nella fase di attuazione delle nuove disposizioni.

La norma si muove sull'intersezione dei due piani separati del diritto europeo e di quello nazionale, i quali propongono classificazioni differenziate. Ciò è evidente analizzando l'ambito di applicazione della norma che, da una parte, si estende a *tutti* i contratti bancari assoggettati al regime di trasparenza (anche se non direttamente ricompresi nell'ambito di applicazione della BMR: *e.g.*, i contratti di

---

Time, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, 2024, 151; MACCHIA, *Trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti*, in *Diritto Bancario*, a cura di Cricenti e Greco, Milano, 2023, 227; DOLMETTA A., *Disciplina di trasparenza e principio di trasparenza*, in G. CONTE, *Arbitro Bancario e Finanziario*, Milano, 2021, 193 e più in generale ID., *Trasparenza dei contratti bancari*, *Regole*, Bologna, 2013.; BARENGHI, *Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 143; SANTONI G., *Osservatorio i costi organizzativi ed economici delle discipline di trasparenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 5, 707; URBANI A., *La "trasparenza" nello svolgimento dell'attività*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2015, 505 ss.; MIRONE, *Sistemi e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 377; SCIARRONE ALIBRANDI A., *I contratti bancari: nozione* e fonti, in *Trattato dei contratti, V, mercati regolati,* a cura di Roppo, Milano, 2014, 639; CAPOBIANCO E. – LONGOBUCCO F., *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari,* in Contr. impr., 2011, 4 – 5, 1142; LENER R., *«Trasparenza» bancaria e modelli di tutela del cliente nel Testo Unico del credito*, in G. ALPA - M. BESSONE (a cura di), *I contratti in generale*, II, Torino, 1999, 1166.

credito e mutui alle imprese, i contratti di deposito, i conti correnti[62]); dall'altro invece, non riguarda gli strumenti finanziari che, all'interno del TUF, trovano una diversa disciplina all'articolo 4-*septies*, comma 5-*bis*[63].

Il coordinamento appare però necessario alla luce dei contenuti del TUB ed in particolar modo della portata tendenzialmente generale del titolo sulla trasparenza, allo scopo di evitare inutili disallineamenti. Peraltro – e ciò appare rilevante, in ottica sistematica – l'introduzione dell'articolo 118-bis TUB consente di eliminare ogni incertezza circa la riconduzione del "fenomeno" dei tassi sostitutivi ad una previsione specifica del sistema vigente di trasparenza, in particolare con riguardo alla disciplina delle modifiche contrattuali, che già conosceva una disciplina della revisione dei tassi di interesse, piuttosto limitante, all'articolo 118 TUB.

Ciò premesso, il primo punto di attenzione riguarda l'inserimento di un nuovo obbligo di trasparenza informativa, che prende origine dall'obbligo, posto a carico di banche ed intermediari finanziari, di dotarsi di piani di sostituzione in caso di interruzione nella pubblicazione di indici di riferimento[64]. Tale piano è oggetto di un obbligo di informazione alla clientela, che ha però un contenuto semplificato (e più moderno) rispetto, ad esempio, alla pubblicità dei limiti usurari, disponendo la sola pubblicazione su sito Internet, e non prevede invece la disponibilità "fisica"

[62] La norma fa riferimento al mondo del credito ai consumatori ed al credito immobiliare ai consumatori: "*«contratto finanziario»: a) qualunque contratto di credito quale definito all'articolo 3, lettera c), della direttiva 2008/48/CE; b) qualunque contratto di credito quale definito all'articolo 4, punto 3, della direttiva 2014/17/UE*".

[63] Ai sensi dell'articolo in commento, il Comitato per le politiche macroprudenziali è chiamato a valutare se: una clausola di riserva di uno specifico tipo di accordo originariamente convenuta non rispecchi più, oppure rispecchi con differenze significative, il mercato o la realtà economica che l'indice di riferimento in via di cessazione intendeva misurare; l'applicazione di tale clausola possa costituire una minaccia per la stabilità finanziaria. Trattasi di una misura posta ad esclusiva tutela del cliente, quale parte debole del contratto. Potrebbe infatti avvenire che gli indici di riferimento e i relativi tassi di riserva convenuti in anticipo tra le parti, che dovrebbero applicarsi in caso di cessazione dell'indice (e del tasso) applicato al contratto, divergano in maniera significativa e inaspettata rispetto a quanto inizialmente ipotizzato. Così, la RELAZIONE, cit., 8.

[64] Art. 28 comma 2 BMR.

dei piani nelle filiali.

La modalità con cui si realizza l'informazione alla clientela è allineata a quella già prevista nell'ambito della trasparenza bancaria per i contratti di durata (art. 119 TUB)[65]. Ciò in quanto, chiaramente il tema della sostituzione del tasso di interesse non può trovare applicazione con riguardo al caso dei contratti ad effetto istantaneo[66]. L'informativa sui piani di sostituzione è dunque fornita "*alla prima occasione utile*" in forma scritta o mediante supporto durevole (in sostanza, in forma di allegato alle altre comunicazioni inviate o di documento disponibile tramite canale *internet banking*)[67].

La seconda regola rilevante prevede poi l'adeguamento dei modelli contrattuali dell'intermediario, che sembra in linea, e finanche ultroneo, rispetto ai precetti di trasparenza informativa propri dell'articolo 117 TUB, laddove era già prevista l'indicazione del *tasso di interesse e di ogni altro prezzo e condizione praticati*[68].

---

[65] Sull'art. 119 TUB v. DAMINELLI, *Commento sub art. 119 TUB*, in *Testo Unico Bancario Commentato,* a cura di La Scala e Pisaneschi, Milano, 2023, 514; MINERVINI E., *Commento sub art. 119 TUB*, in *Commentario al testo unico bancario*, a cura di Bonfatti, Pisa, 2021, 793; LIACE, *Commento sub art. 119 TUB*, in *Commentario breve al Testo Unico Bancario*, a cura di Costi R. e Vella F., Padova, 2019, 738; URBANI, Commento *sub* art. 119. TUB, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, 2018, 1900. Sul tema degli obblighi di consegna si veda, per inquadramento generale, NATALE M., *Il diritto del cliente alla consegna della documentazione bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 899.

[66] *E.g.*, uno sconto di fattura, per quanto il relativo castelletto di sconto può avere una durata nel tempo e dunque giustificare l'applicazione della regola pubblicitaria. Verosimilmente il tema invece si ripropone nel caso dei contratti a effetto istantaneo ma con esecuzione differita, in linea con quanto già esposto su altro tema da SIRENA, *Il ius variandi della banca dopo il c.d. decreto-legge sulla competitività (n. 223 del 2006)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 270.

[67] Si ricorda che il quadro regolamentare corrente accetta le c.d. forme di comunicazione alternative, tra cui rientrano le comunicazioni dematerializzate. In linea generale, per "supporto durevole" si intende un qualunque strumento che permetta al cliente di poter avere cognizione delle informazioni fornite e di recuperarle agevolmente durante un periodo di tempo adeguato ai fini per cui le informazioni stesse sono destinate. Inoltre, il supporto durevole deve permettere di poter riprodurre l'informazione anche più volte senza che questa cambi o sia danneggiata dall'uso (cfr. BANCA D'ITALIA, *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, delibera 29 luglio 2009 e ss.mm.ii.).

[68] Anche in questo caso si rimanda, per una visione di insieme, *ex multis*, a MIRONE, *Commento sub art. 117 TUB*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Costa e Mirone A., Tomo II, Torino, 2024, 1755; DAMINELLI, *Commento sub art. 117 TUB*, in *Testo Unico Bancario Commentato,* a cura di La Scala e Pisaneschi, Milano, 2023, 509; CAPOBIANCO S.,

Conseguentemente, il contratto individua espressamente il tasso di interesse da impiegare in caso di "*variazione sostanziale o cessazione dell'indice*", anche operando un rinvio al "*piano di sostituzione*" predisposto dall'intermediario.

Sotto questo profilo, può muoversi un duplice ordine di considerazioni.

Innanzitutto, la "clausola di sostituzione" trova applicazione solo in caso di variazione sostanziale (*i.e.*, una modifica nella metodologia di calcolo) o cessazione (*i.e.*, interruzione delle pubblicazioni) dell'indice[69].

Ciò vuol dire che l'interruzione temporanea della pubblicazione dell'indice, dovuta ad esempio a problemi tecnici o all'impossibilità di ottenere sufficienti indicazioni dai *panellists* (c.d. *market disruption*), non è regolata dalla previsione dell'art. 118-*bis* e non vi è un obbligo di approntare una disciplina specifica a carico delle parti (disciplina che comunque ha una sua utilità, fermo restando che dovrebbe trattarsi di un'ipotesi tutto sommato residuale nella vita dei rapporti contrattuali, dati i presidi di continuità imposti agli amministratori dalla BMR)[70].

Ciò detto, un altro punto di attenzione riguarda il contenuto minimo della clausola di sostituzione, posto che l'indice sostitutivo (o la sua modifica) può essere individuato, secondo la disposizione del comma 2, "*anche*" per effetto di un rinvio al piano di sostituzione approntato dalla banca.

Sembrano quindi possibili diversi scenari:

i) certamente ammissibile è la clausola che richiama (e applica) il piano di sostituzione della banca al verificarsi dell'evento di sostituzione; la questione non sembra necessitare di ulteriore indagine, trattandosi di

---

Commento *sub* art. 117 TUB, in *Commentario al testo unico bancario,* a cura di Bonfatti, Pisa, 2021, 772; LIACE, *Commento sub art. 117 TUB*, in *Commentario breve al Testo Unico Bancario,* a cura di Costi R. e Vella F., Padova, 2019, 728. Per la trasparenza in ambito bancario si rimanda, più in generale, alla nota 65.

[69] Un Q&A dell'ESMA in merito all'applicazione della BMR ha dato una risposta molto netta alla domanda se dovesse considerarsi nel concetto di "cessazione" anche l'interruzione *temporanea* (*temporary disruption*) delle pubblicazioni ("*No*"). Cfr. ESMA, *Q&A on the Benchmarks Regulation*, ESMA70-145-114, in *esma.europa.eu*, 34.

[70] V. sopra.

chiara previsione normativa; [71]

ii) ammissibile è la clausola che individua direttamente al suo interno l'indice sostitutivo o le altre modifiche rilevanti *senza* richiamare il piano di sostituzione della banca (con i *caveat* che seguono – c.d. clausole *hardwired*);

iii) maggiori perplessità pongono invece le clausole che si limitano a rinviare la determinazione dell'indice ad una futura negoziazione delle parti (c.d. clausole *softwired*).

I casi individuati sopra meritano qualche ulteriore osservazione.

Quanto alle clausole che espressamente individuino l'indice sostitutivo (*e.g.*, sostituzione dell'Euribor con Efterm o altro indice), occorre considerare che i valori espressi dagli indici sostitutivi e le relative metodologie di calcolo non esprimono valori necessariamente comparabili con i *benchmark* primari menzionati nei contratti; pertanto, nella prassi internazionale si è affermata la soluzione che prevede l'inserimento di uno *spread* aggiuntivo da applicare al momento della sostituzione ai fini del calcolo del tasso di interesse (c.d. *credit adjustment spread* - v. sopra)[72].

Tale soluzione, di taglio pratico, potrebbe determinare una potenziale frizione con la legge italiana, nella misura in cui l'individuazione dello spread possa interpretarsi come l'attribuzione di un potere al finanziatore di individuare

[71] Prospettano invece un rischio di nullità per indeterminatezza dell'oggetto FORNABAIO G. – ROTONDO G., *L'art. 118-bis t.u.b. tra esercizio dello ius variandi bancario e criticità applicative*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2025, 3, I, 455 ss., par. 5, sul rilievo che il rinvio ai piani di sostituzione potrebbe risolversi nel richiamo a «scatole vuote», non essendo ad oggi disponibili sul mercato monetario indici alternativi per tutte le principali valute e per tutte le scadenze. Il rilievo coglie un dato di prassi, ma non appare decisivo sul piano civilistico: la determinabilità *per relationem* è assicurata ove il piano individui quantomeno la metodologia di identificazione del sostituto e, in ogni caso, l'eventuale lacuna è colmata dal meccanismo di sostituzione legale di cui all'art. 23-*ter* BMR. In ogni caso, l'esperienza pratica sembra ridimensionare questo rischio, alla luce della lettura del piani di sostituzione, tendenzialmente completi, delle principali banche italiane.

[72] Per fare un esempio, il tasso di interesse originario di un rapporto è pari a indice +2%, il tasso di sostituzione sarà pari ad indice + 2% + uno spread aggiuntivo (e.g. 0.5%). Ciò in quanto, come visto sopra, gli indici di riferimento basati su *risk free rates* non fattorizzano il rischio di controparte e quindi, tendenzialmente, esprimono valori più bassi rispetto agli indici *non-risk free*. V. anche nota 59; per inciso, il ragionamento proposto sembra applicabile anche alle clausole dei piani di sostituzione richiamate *per relationem* nei contratti.

unilateralmente il contenuto della prestazione economica dedotta nel contratto. Ciò determinerebbe una potenziale violazione degli artt. 1346 ss. c.c.[73].

L'ammissibilità di clausole di determinazione unilaterale della prestazione appare, in principio, questionabile nel nostro ordinamento, giacché la rimessione della determinazione della prestazione ad una delle parti svilisce il requisito dell'accordo, che è proprio del contratto[74]. Si deve però ritenere astrattamente ammissibile la clausola che individui dei criteri predefiniti e risulti tendenzialmente ancorata a eventi e circostanze estranei alla sfera di azione della parte incaricata di determinare la prestazione[75]; per questa ragione, si potranno ritenere valide le clausole che individuino l'oggetto della prestazione in base a quotazioni fornite da banche o altri intermediari (come peraltro già accade oggi) o secondo una metodologia di calcolo predefinita[76]. Il tema, comunque, sembra sfumare poiché anche la rilevazione di tale CAS può avvenire attraverso il richiamo

[73] In linea generale, non è ammissibile nel nostro ordinamento il contratto il cui oggetto è indeterminabile, quando l'individuazione dell'oggetto è rimessa alla successiva scelta di uno dei contraenti. Cfr. così Cass., 19 febbraio 2019, n. 4832 in *dejure.it*; Trib. Modena, 23 maggio 2019, in *dejure.it*; Cass., 11 gennaio 2018, n. 537, in *dejure.it*; Cass. 2 dicembre 2013, n. 26988, in *dejure.it*.

[74] DELFINI, *Norme dispositive e determinazione del contenuto del contratto*, in 2 *Riv. Trim di Dir. e Proc. Civ.*, 2020, 547; PAGLIANTINI, *Contratto e accordo: la sintassi degli artt. 1321 e 1325 c.c. nella cornice di una c.d. "euro-compatibilità",* in *Contratti*, 2019, 1, 5; BIANCA, *Diritto civile, III, Il contratto*, Milano, 1997, 327.

[75] In tal senso depone, ad es. Cass. 25 luglio 2023, n. 22375, in *dejure.it*, in materia di clausole *russian roulette*, che sembra aderire alla prospettazione secondo cui è consentito a una parte di determinare unilateralmente l'oggetto del contratto a condizione che ciò avvenga secondo parametri obiettivi di riferimento o, quantomeno, a condizione che il risultato ponga al riparo una parte dalle finalità meramente speculative dell'altra. Con riguardo al tasso EURIBOR, comunque, si riscontrano precedenti specifici: in particolare, la giurisprudenza ammette che gli interessi extralegali siano determinati per relationem, mediante richiamo scritto a criteri prestabiliti, obiettivamente individuabili e sottratti alla discrezionalità della parte (cfr. Cass. 29 settembre 2020, n. 20555; Cass. n. 9080 del 2002; Cass. n. 6113 del 1994; Cass. n. 2765 del 1992 in *dejure.it*). Sulla validità dell'impiego del parametro Euribor si vedano, in particolare, Trib. Piacenza, 1 settembre 2023; App. Firenze, 11 maggio 2023 in *dejure.it*.

[76] Sul punto peraltro è già intervenuto WORKING GROUP ON EURO RISK-FREE RATES, *Guidance for Corporate Lending Products for Implementing the Recommendations on EURIBOR Fallback Trigger Events and €STR-based EURIBOR Fallback Rates*, 4 maggio 2023, in *esma.europa.eu*, 13, raccomandando una metodologia di calcolo basata su "*The five-year historical median spread adjustment methodology*", approccio già applicato nel mondo anglosassone per gestire questa situazione nei casi di cessazione del LIBOR.

a un indice terzo pubblicato da un amministratore.

Diverso è, invece, il caso della clausola di sostituzione che rimetta alla successiva negoziazione delle parti la determinazione del tasso sostitutivo. Con riguardo a questo ultimo aspetto, infatti, il comma 2 dell'articolo 118-*bis* TUB richiede che la clausola consenta "di individuare" l'indice sostitutivo e, quindi, si può argomentare da ciò che la clausola debba avere un suo contenuto dispositivo che consenta l'immediata identificazione dell'indice sostitutivo (anche, se del caso, attraverso una determinazione *per relationem*). La *ratio* di questa interpretazione (se vogliamo, più di tutela del mercato *at large* che non di sola protezione del cliente) sarebbe quella di agevolare la transizione in caso di cessazione dell'indice, attraverso la predeterminazione del sostituto applicabile.[77]

D'altra parte, però, null'altro sembra espressamente vietare la possibilità che "*l'individuazione*" del tasso sia un processo concordato, che passi attraverso una proposta della banca ed una accettazione del debitore; d'altronde, quest'ultimo resterebbe sempre tutelato dal diritto di recesso speciale previsto dal comma 3 (v. *infra*).

Inoltre, non si vede l'effettiva differenza rispetto al caso di tasso individuato attraverso il piano di sostituzione della banca, che è soggetto a modifica nel tempo e che quindi non è conosciuto dal cliente al momento della sottoscrizione del contratto. In entrambi i casi, la banca trasmetterebbe al cliente una proposta, e quest'ultimo potrebbe determinare l'interruzione del rapporto ove non

[77]In senso diverso SANDRELLI, *op. cit.*, par. 8, per il quale le clausole c.d. *softwired*, pur verosimilmente «inadeguate» ai sensi dell'art. 23-*ter* BMR perché prive di un sostituto permanente, restano valide ed efficaci fra le parti: l'inefficacia di cui al comma 4 andrebbe letta restrittivamente, come riferita alla sola non conforme *applicazione* della clausola e non al suo contenuto, sicché la difformità dal comma 2 rileverebbe unicamente sul piano della *compliance* dell'intermediario, restando comunque escluso ogni rischio di ineseguibilità sopravvenuta per effetto del subentro dell'indice designato ai sensi della BMR. La ricostruzione ha il pregio di evitare esiti caducatori, ma finisce per privare di effettività il precetto del comma 2, degradato a regola di condotta priva di conseguenze sul regolamento contrattuale (soluzione peraltro distonica rispetto al quadro normativo della trasparenza bancaria e in particolare della ricostruzione in termini di nullità/inefficacia delle clausole in contrasto con gli articoli 117 e 118 TUB).

soddisfatto.

7. La procedura di sostituzione dell'indice (commi 3 e 4)

Se, tutto sommato, il versante formalistico/contrattuale dell'articolo pare in linea con gli stilemi della normazione in tema di trasparenza bancaria, e condivisibile nei contenuti, maggiore perplessità solleva la regola procedurale prevista dai commi 3 e 4 dell'articolo 118-bis TUB. In tal senso, al verificarsi della variazione sostanziale/cessazione dell'indice, si introduce una modalità di adeguamento del contratto allineata a quella prevista per le modifiche unilaterali di contratto (benché, in effetti, la norma stessa si premuri di considerare che "*non si applica l'articolo 118*", perché il contratto è soggetto alla regola speciale). In sostanza:

a) al verificarsi di una variazione/cessazione dell'indice, l'intermediario comunica al cliente entro trenta giorni le modifiche o l'indice sostitutivo individuati in conformità al contratto e al piano di continuità;
b) la modifica del contratto si intende approvata ove il cliente non receda, senza spese, dal contratto entro due mesi dalla ricezione della comunicazione[78].

Le modifiche o la sostituzione dell'indice di riferimento per le quali non siano state osservate le prescrizioni del presente articolo sono inefficaci e trova applicazione o il tasso sostitutivo determinato in applicazione delle previsioni della BMR oppure, in alternativa, uno dei tassi sostitutivi previsti dal TUB[79]. La

[78] In caso di recesso il cliente ha diritto, in sede di liquidazione del rapporto, all'applicazione delle condizioni precedentemente praticate, anche con riferimento al tasso di interesse e tenendo conto, ove necessario, dell'ultimo valore disponibile dell'indice di riferimento.
[79] In particolare, i tassi sostitutivi sono previsti al co. 7 in cui si afferma che si applica a) *il tasso nominale minimo e quello massimo, rispettivamente per le operazioni attive e per quelle passive, dei buoni ordinari del tesoro annuali o di altri titoli similari eventualmente indicati dal Ministro*

procedura di variazione è peraltro allineata alla soluzione individuata dalla legge per la gestione del periodo transitorio previsto dalle disposizioni originarie, che prevedeva *inter alia*, l'adeguamento dei contratti[80].

Le previsioni sopra richiamate, pur nella loro stringatezza, pongono non pochi problemi applicativi da considerare.

In primo luogo, la norma sembra disegnata avendo in mente la contrattualistica bancaria *standard* relativa ai rapporti di durata, generalmente *subìta* dal cliente, ponendosi in sostanziale continuità con l'articolo 118 TUB.

Mentre quest'ultimo però lega la modifica alla generale sussistenza di un "*giustificato motivo*" che deve essere di volta in volta oggetto di apprezzamento da parte dell'intermediario, il *-bis* trova applicazione a partire dall'identificazione di un evento predefinito a base della modifica (variazione/cessazione dell'indice); sotto questo punto di vista, non si pone la questione dell'*ammissibilità* della

---

dell'economia e delle finanze, emessi nei dodici mesi precedenti la conclusione del contratto o, se più favorevoli per il cliente, emessi nei dodici mesi precedenti lo svolgimento dell'operazione e b) *gli altri prezzi e condizioni pubblicizzati per le corrispondenti categorie di operazioni e servizi al momento della conclusione del contratto o, se più favorevoli per il cliente, al momento in cui l'operazione è effettuata o il servizio viene reso; in mancanza di pubblicità nulla è dovuto*. Il fine di questa previsione è evitare che la nullità di una singola clausola comporti la venuta meno dell'intero contratto, cosa che danneggerebbe anche l'interesse del cliente della banca. Comunque, si ritiene che il meccanismo sostitutivo di cui al co. 7 si possa applicare solo alle specifiche ipotesi di inosservanza del co. 4 e di nullità *ex* co. 6 del medesimo articolo, applicandosi – negli altri casi – il saggio legale degli interessi di cui all'art. 1284 c.c. (così CAPOBIANCO, *Commento sub art. 117 TUB*, cit., 773).

[80] "*Entro un anno dalla data di entrata in vigore delle disposizioni di cui al comma 1, le banche e gli intermediari finanziari: a) rendono nota alla clientela la pubblicazione dei piani secondo quanto previsto dall'articolo 118-bis, comma 1, secondo periodo, del decreto legislativo n. 385 del 1993; b) comunicano ai clienti, in forma scritta o mediante altro supporto durevole preventivamente accettato dal cliente contenente in modo evidenziato la formula «Proposta di modifica unilaterale del contratto», le variazioni contrattuali necessarie per introdurre le clausole previste dall'articolo 118-bis, comma 2, del decreto legislativo n. 385 del 1993. La modifica si intende approvata ove il cliente non receda, senza spese, dal contratto entro due mesi dalla ricezione della comunicazione. In caso di recesso, il cliente ha diritto, in sede di liquidazione del rapporto, all'applicazione delle condizioni precedentemente praticate. Le variazioni contrattuali per le quali non siano state osservate le prescrizioni del comma 2 sono inefficaci. In caso di inefficacia della modifica e di successiva variazione sostanziale o cessazione dell'indice di riferimento applicato al contratto, si applicano il secondo e il terzo periodo dell'articolo 118-bis, comma 4, del decreto legislativo n. 385 del 1993.*"

variazione che invece, come detto, caratterizza l'operatività dell'articolo 118 TUB.[81]

Mentre il punto sopra richiamato non appare controverso, (molto) più problematica appare la questione relativa alla procedura di variazione e al connesso diritto di recesso attribuito al cliente. La questione può essere sintetizzata come segue.

La *ratio* del diritto di recesso previsto dall'articolo 118 TUB (e replicato in sostanza nel nuovo articolo 118-*bis*) risiede nella possibilità fornita al cliente di terminare un contratto i cui termini e condizioni sono modificati unilateralmente dall'altra parte, in una forma non prevedibile (e, quindi, non determinabile in anticipo). È quindi, in sostanza, una soluzione di bilanciamento al diritto della banca di variare unilateralmente le condizioni del rapporto di durata[82].

Questo schema può essere fedelmente replicato – senza ingenerare particolare contestazione – nel caso della rideterminazione del tasso di interesse del contratto per effetto dell'attivazione della clausola che faccia riferimento al *piano di sostituzione elaborato dalla banca*. Il piano di sostituzione è infatti, per definizione, soggetto a modifica ed aggiornamento; si tratta quindi di un elemento non conosciuto, né conoscibile, per il cliente e, di conseguenza, è giustificabile

[81] Nello stesso senso FORNABAIO – ROTONDO, *op. cit.*, par. 3, i quali rilevano come l'art. 118-*bis* si discosti significativamente dall'art. 118 TUB proprio per l'assenza di un giustificato motivo da allegare, operando la variazione a fronte di un evento oggettivo esterno; gli Autori accostano perciò la fattispecie a quella delle variazioni dei tassi conseguenti a decisioni di politica monetaria (art. 118, comma 4, TUB), quale ulteriore ipotesi di *ius variandi* «vincolato».

[82] MIRONE A., *La "rilevanza del tempo" nella disciplina dei rapporti bancari di durata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 4, 2016, 417 afferma che la modifica unilaterale è ammessa in limitati casi, dato che il cliente (i) non deve essere irragionevolmente colpito da un potere particolarmente incisivo della banca e (ii) deve avere – di norma – certezza in merito agli eventi che possono causare una variazione del tasso di interesse. Il sistema creato dall'intersecarsi dello *ius variandi* e del diritto di recesso del cliente è quindi una forma di *checks and balances*, così BENEDETTI A.M., *Il ius variandi, nei contratti bancari, esiste davvero? Appunti per una ricostruzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 5, 2018, 613. Sulla giurisprudenza relativamente all'art. 118 TUB, v. Cass., sentenza 16 maggio 2024, n. 13733, in *dejure.it*; Trib. Latina, sentenza 17 febbraio 2020, n. 397, in *dejure.it*; Trib. Nola, sentenza 11 settembre 2008, in *dejure.it*;

l'attribuzione a quest'ultimo di un diritto di recesso ad esito della sostituzione[83].

Detto questo, però, l'obiettivo delle clausole di *fallback* previste dalla BMR, nonché della predisposizione dei piani di sostituzione, sarebbe invece quello della *continuità operativa* dei rapporti contrattuali. In sostanza, cioè, la (forzata) introduzione delle clausole di sostituzione non serve a procedimentalizzare la tutela del cliente ma, al contrario, a garantire la continuità di rapporto, approntando *in anticipo* delle previsioni contrattuali tali da consentire il regolare svolgimento delle attività[84].

L'applicazione del rimedio del recesso sembra, quindi, controintuitivo nel caso in cui la clausola di sostituzione non rimandi ad elementi futuri ed incerti, bensì contenga già dall'inizio tutti gli elementi individuati dalle parti per operare la sostituzione. Come già visto sopra, nei contratti del settore bancario e finanziario (quantomeno con riguardo ai rapporti tra parti più sofisticate ed in grado di negoziare in una situazione di tendenziale parità) sono già state elaborate previsioni sostitutive finalizzate proprio a consentire la piena continuità di rapporto senza necessità di negoziare una modifica contrattuale e, quindi, senza incertezze[85]. In questo caso sembrerebbe neppure potersi parlare di esercizio di uno *ius variandi* in senso stretto da parte della banca, posto che, in effetti, la

[83] La norma, peraltro, cerca di fare salve le condizioni economiche precedentemente praticate, elemento forse in contraddizione con la circostanza che gli indici di riferimento sono adottati proprio perché variabili (e riflettono per l'appunto modificazioni intertemporali dei parametri di riferimento: dunque applicare oggi il tasso di ieri parrebbe, nei fatti, ingiusto). La questione, tuttavia, sembra assumere rilievo solo teorico se si considera che, almeno con riferimento all'esperienza del LIBOR, l'amministratore ha comunicato con un considerevole anticipo al mercato l'intenzione di interromperne le pubblicazioni.

[84] Da questo punto di vista, la soluzione andrebbe cercata *ex ante*, e cioè con l'attività di vigilanza: *le entità sottoposte a vigilanza forniscono i suddetti piani ed eventuali aggiornamenti all'autorità competente dietro richiesta di quest'ultima e senza indebiti ritardi* (art. 28, comma 2, BMR), e quindi è nell'occasione della revisione avvenuta nell'ambito della vigilanza che dovrebbero essere identificate condotte lesive dell'affidamento dei clienti e del ruolo di garanzia che l'intermediario dovrebbe ricoprire.

[85] Cfr. WORKING GROUP ON EURO RISK-FREE RATES, *Guidance for Corporate Lending Products for Implementing the Recommendations on EURIBOR Fallback Trigger Events and €STR-based EURIBOR Fallback Rates*, 4 maggio 2023, in *esma.europa.eu*.

modifica degli assetti contrattuali non sarebbe una variazione "nuova" derivante da una sopravvenienza incidente sul rapporto, bensì l'applicazione automatica di una modifica relativa a circostanza già dedotte nel programma contrattuale[86].

In questi casi, la norma entra "*a gamba tesa*" sulle autonome determinazioni delle parti: considerato che l'indice sostitutivo e/o le modifiche alla modalità di rilevazione e calcolo dello stesso, banalmente, sono già stati accettati dal cliente, per quale ragione le regole del TUB dovrebbero garantire il diritto di recesso al cliente?

A ciò si aggiunga un rilievo di ordine pratico. Ove la sostituzione sia accompagnata, come accade nella prassi, da un *credit adjustment spread* destinato a preservare l'equivalenza economica fra indice originario e indice sostitutivo, lo svantaggio che il rimedio intende fronteggiare viene meno in radice: al cliente è applicato un tasso costruito per essere equivalente a quello pattuito e, nondimeno, gli è attribuito un diritto di recesso che non spetterebbe, invece, a chi quella clausola non abbia, trovando in tal caso applicazione l'indice designato *ex lege*. Il rimedio finisce così per censurare la presenza di una clausola che è la

[86] Cfr. ROTONDO, *La modifica unilaterale dei contratti bancari: profili evolutivi e ambito applicativo*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, 644, NIVARRA, *Jus variandi del finanziatore e strumenti civilistici di controllo*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 473. FORNABAIO – ROTONDO, op. cit., par. 1, chiariscono come, specie in condizioni di diverso potere contrattuale tra le parti, ogni modifica delle condizioni contrattuali in essere dovrebbe derivare, in linea teorica da una rinegoziazione ed essere esercitata nel rispetto di ben precisati limiti e condizioni. La giurisprudenza di legittimità già estende il significato di modifica peggiorativa non solo a quando essa produce effetti nei confronti del cliente, ma includendo una ricostruzione dell'intero rapporto, col fine di individuare eventuali condizioni migliorative applicate nel tempo e successivamente peggiorate. Ne consegue una limitazione delle modifiche unilaterali che le banche possono operare ai sensi dell'articolo 118 TUB. In tal senso "*questa disciplina conferma la natura di diritto potestativo dello ius variandi, in quanto attribuisce al titolare di modificare unilateralmente la sfera giuridica altrui, mutando il precedente assetto negoziale, indipendentemente dall'accettazione o dal rifiuto della controparte*". Del resto, gli stessi FORNABAIO – ROTONDO, *op. cit.*, par. 1, escludono l'applicazione dello *ius variandi* quando la modifica del rapporto operi in modo automatico, quale conseguenza di una circostanza sopraggiunta ma già dedotta in contratto: conclusione che, applicata coerentemente alle clausole *hardwired*, conferma quanto sostenuto nel testo, ancorché gli Autori inquadrino poi l'art. 118-*bis* nel perimetro dello *ius variandi* bancario.

legge stessa a imporre.[87]

Tale soluzione, peraltro, appare distonica rispetto all'ambiente normativo in cui viene calata. Si consideri ad esempio l'articolo 118 comma 2-*bis* TUB, secondo cui, nei contratti sottoscritti con soggetti diversi dai consumatori e dalle microimprese, anche nei rapporti a tempo determinato è possibile convenire clausole di modifica dei tassi di interesse "*al verificarsi di specifici eventi e condizioni, predeterminati nel contratto*"[88].

La previsione sopra richiamata avrebbe già giustificato l'inserimento di una clausola di *fallback* nel nostro ordinamento ben *prima* dell'inserimento dell'articolo 118-*bis* TUB, peraltro *senza* l'attribuzione di un diritto di recesso in capo al cliente (con riferimento, ovviamente, alle sole imprese non classificabili come "*micro*").

Volgendo poi lo sguardo al diritto europeo, lo stesso capo 4-*bis* (*Sostituzione legale di un indice di riferimento*), da cui di fatto origina la modifica del TUB, attribuisce al potere pubblico la possibilità di sostituire un indice di riferimento con un atto di imperio (art. 23-*ter* BMR), peraltro richiamato dallo stesso articolo 118-*bis* TUB ("*in caso di inefficacia, si applica l'indice sostitutivo definito ai sensi del regolamento (UE) 2016/1011*"). Tuttavia, la norma europea, a differenza di quella italiana, prevede espressamente che il tasso sostitutivo *non* trovi applicazione nei casi in cui il contratto di riferimento contenga un'*adeguata clausola di fallback* ("*clausola di riserva*" nella traduzione italiana della BMR)[89]. Si crea quindi un'elevata frammentarietà (e forse sin anche un parziale contrasto)

[87] In questo senso anche SANDRELLI, *op. cit.*, par. 9, il quale osserva come, in tale evenienza, l'attribuzione del recesso finisca per creare una situazione in sostanza iniqua.
[88] Ampiamente, MIRONE A., *La rilevanza del tempo*, loc. ult. cit e MORERA - OLIVIERI, *Mutui bancari e jus variandi (sull'art. 118, comma 2-bis, t.u.b.)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 480.
[89] Ai sensi dell'articolo 23-ter BMR, "*una clausola di riserva è considerata inadeguata se: a) non contempla un sostituto permanente dell'indice di riferimento in via di cessazione; o b) la sua applicazione richiede un ulteriore consenso da parte di terzi che è stato negato; o c) prevede un sostituto dell' indice di riferimento che non rispecchia più, oppure lo fa con differenze significative, il mercato o la realtà economica sottostanti che l'indice di riferimento in via di cessazione intende misurare, e la sua applicazione potrebbe ripercuotersi negativamente sulla stabilità finanziaria*".

nell'applicazione della norma nazionale al cospetto di quella unionale.

In definitiva, quindi, l'attuazione dell'articolo 118-*bis* TUB in Italia sembra svilire l'obiettivo della BMR, che è quello della continuità operativa: non è chiaro perché il cliente debba essere dotato di un diritto di recesso, se l'adempimento della regola di trasparenza già conferisce a quest'ultimo piena visibilità sulle condizioni applicabili al contratto in corso.[90]

Questa conclusione trova, del resto, una conferma di tipo sistematico in un dato testuale spesso trascurato. Il diritto di recesso non è richiamato dal comma 4 nell'ipotesi in cui, per inefficacia della sostituzione operata dall'intermediario, trovi applicazione l'indice determinato *ex lege*. Se ne ricava un'indicazione di non poco momento: nel sistema della norma, l'indice sostitutivo designato dall'autorità è presunto equo per il cliente, sì da assicurare la continuità del rapporto senza necessità di alcun *exit*. Ma allora non si comprende perché un identico esito di continuità non possa valere anche quando il sostituto sia stato individuato *ex ante* dalle parti, e dunque accettato dal cliente *in limine contractus*: in entrambi i casi la determinazione del nuovo tasso prescinde da una scelta discrezionale e sopravvenuta dell'intermediario, sicché l'attribuzione del recesso nel solo secondo caso finisce per risultare priva di adeguata giustificazione.

8. Conclusioni. Ipotesi di lavoro per una (parziale) revisione

In definitiva, dunque, l'attuazione della BMR nel settore bancario appare non scevra di questioni problematiche e di nodi da sciogliere.

Se dal punto di vista dell'*organizzazione* il sistema disegnato dal Legislatore unionale è particolarmente tecnico e complesso ma coerente nell'impostazione e

[90] Per la qualificazione del recesso come rimedio «di autotutela» v. la Relazione illustrativa al d.lgs. n. 207/2023.

negli obiettivi, maggiore riflessione merita l'intervento del Legislatore italiano che, nel calare la disciplina della BMR nel mondo della trasparenza bancaria, ha tentato di contemperare l'esigenza sistemica della continuità operativa con la tutela del cliente (verosimilmente avendo in mente la figura del *contraente debole*).

Il sistema finale elaborato a livello nazionale però sembra mostrare qualche distonia e meriterebbe forse una revisione, non tanto nell'impianto generale (che, come visto, sembra allineato rispetto alle altre esperienze locali in materia di *trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti*), quanto nel coordinamento con la disciplina europea e nazionale.

Possibili soluzioni di contemperamento potrebbero essere, da un lato, escludere l'applicabilità della procedura di sostituzione dell'indice ai casi in cui i contratti rechino una *clausola di sostituzione adeguata*, nell'accezione già fatta propria dalla BMR; o ancora, in alternativa, limitare l'applicabilità della procedura di sostituzione alla sola contrattazione con la *clientela al dettaglio*, realizzando quindi un'armonizzazione rispetto alla disciplina dell'articolo 118 TUB, comma 2-*bis* già esistente.

Resta comunque il dubbio che l'attribuzione del diritto di recesso in capo ai clienti possa non costituire la soluzione ottimale per gestire una fase di transizione rilevante e particolarmente complessa come potrebbe essere, nella pratica, la cessazione delle pubblicazioni dell'Euribor.