

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2019

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

SOMMARIO

GIORGIO DE NOVA, La semplificazione della normativa di trasparenza bancaria	409
FILIPPO SARTORI, Responsabilità degli amministratori e patti di manleva.....	417
TOMMASO VITO RUSSO, L’emissione di titoli di debito (<i>sukuk</i>) nei sistemi finanziari islamici. Prospettive e opportunità per il mercato europeo	435
MARIA STELLA RESTA, Finanziamento delle PMI e nuove tecnologie fra raccolta del capitale e creazione di “valori”	479
MASSIMO FALABELLA, L’usura, gli interessi moratori e i nodi da sciogliere.....	523
UGO MALVAGNA, Buoni fruttiferi postali e trasparenza	547

SOMMARIO

BRUNELLA RUSSO, I nuovi orientamenti giurisprudenziali sul reato di phishing: “la banca è responsabile se non prova che il cliente ha disposto il pagamento” 71

PAOLO CARRIÈRE, *Conduit, Fronting, IBLOR, Sub-participation*, “credito passante”: la riserva di attività finanziaria tra “forma e sostanza” o tra esercizio “diretto e indiretto”? Note a margine di una recente sentenza della Cassazione penale 89

ANDREA TINA, Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea..... 155

La semplificazione della normativa di trasparenza bancaria

SOMMARIO(*): 1. Premessa. – 2. La complessità del quadro normativo necessario. – 3. Un’indicazione semplice (il TAEG): cosa accade se è sbagliata? – 4. Conclusioni.

1. Premessa.

Il tema della semplificazione della trasparenza non si pone soltanto per la trasparenza bancaria.

Da aprile 2013, tutti gli obblighi di trasparenza per le pubbliche amministrazioni sono disciplinati dal d. lgs. 33/2013, poi modificato dal d. lgs. 97/2016, (c.d. Codice della trasparenza), e integrato da ulteriori interventi normativi, come l’art. 35 del d. l. 34/2019 sulla trasparenza delle erogazioni pubbliche.

In questo contesto si pone il tema della semplificazione della trasparenza.

La Commissione Parlamentare per la semplificazione ha disposto una Indagine conoscitiva sulla semplificazione e sulla trasparenza nei rapporti con gli utenti nei comparti finanziario, bancario e assicurativo. Il 14 luglio 2016 vi è stata l’audizione del Direttore ABI Sabatini, che ha sottolineato le iniziative di semplificazione già intraprese, e il 20 dicembre 2016 vi è stata l’audizione del Direttore Salvatore Rossi, che ha sottolineato due strategie di fondo per semplificare la trasparenza: la standardizzazione dell’informativa contrattuale e la posizione di obblighi di comportamento a carico degli operatori.

A questo punto dobbiamo prendere in esame il Provvedimento Bankitalia del 2009 sulla trasparenza, nella sua versione aggiornata al 18 giugno 2019 (G.U. 5 luglio 2019, n. 156) («Provvedimento Bankitalia Trasparenza»).

Le novità del Provvedimento Bankitalia Trasparenza saranno

(*) Relazione al Convegno ABI, Roma, 17 ottobre 2019.

commentate dai successivi relatori.

Mi limito ad una osservazione: per quanto riguarda i conti di pagamento dei consumatori, alla documentazione già prevista si deve aggiungere in fase precontrattuale il c.d. FID (Fee Information Document) e in sede di rendicontazione periodica il c.d. SOF (Statement of fees), documenti che dovranno riportare un c.d. ICC (Indicatore dei costi complessivi)¹. Le cose, dunque, più che semplificarsi, si complicano.

2. La complessità del quadro informativo necessario.

Per potere ottenere una trasparenza semplificata (se non semplice) sarebbe ovviamente necessario che i dati informativi da veicolare non fossero di difficile comprensione.

Il quadro normativo non risponde a questo prerequisito.

Prendiamo il tema degli interessi.

Già la distinzione tra TEG e TAEG non è di immediata evidenza per chi non sia esperto del settore. Meno ancora chiaro è che cosa includa e cosa non includa il TAEG: si pensi al costo per l'assicurazione facoltativa. La soluzione pragmatica (e comprensibile) adottata da alcuni operatori di indicare un doppio TAEG (con e senza costi di assicurazione) rende ancor meno semplice l'informazione.

Altro tema incerto è quello se gli interessi di mora rilevino ai fini del calcolo dell'usura, ed in caso affermativo come si calcolino le relative soglie.

Ulteriore tema è quello dei tassi negativi, che pone anche problemi di trasparenza, ma che innanzitutto pone un problema civilistico: se, cioè, l'accredito di interessi al mutuatario sia compatibile con la disciplina del mutuo di cui agli artt. 1813 e 1815 cod. civ.

Quanto ai problemi di trasparenza, la Banca d'Italia – preso atto che, con riferimento ai contratti di mutuo a tasso variabile, a seguito della riduzione dei tassi del mercato interbancario alcuni intermediari hanno neutralizzato l'erosione dello *spread* derivante dal sopravvenuto valore negativo del parametro, attribuendo a

¹ Nasce dunque un ICC (Indicatore dei costi complessivi) anche per i conti di pagamento dei consumatori, ma per gli stessi conti di pagamento dei consumatori l'art. 126-*duodecies*, 4° comma parla di «indicatore sintetico di costo».

quest'ultimo valore pari a zero – ha disposto che gli intermediari dovranno «*attenersi a uno scrupoloso rispetto della normativa di trasparenza e correttezza e alla rigorosa applicazione delle condizioni pattuite con la clientela. In particolare, gli intermediari dovranno astenersi dall'applicare di fatto clausole di c.d. "tasso minimo" ("floor clause") non pubblicizzate e non incluse nella pertinente documentazione di trasparenza e nella modulistica contrattuale*»².

Ha affrontato la questione il Collegio di coordinamento dell'ABF nella decisione n. 24070 del 15 novembre 2018.

In presenza di un contratto di mutuo fondiario per dipendenti al tasso Euribor a un mese, diminuito di 0,875 punti percentuali, il tasso variabile era venuto ad assumere valore negativo per l'intermediario.

Il Collegio argomenta che il verificarsi di tassi di interesse negativi non può comportare la diminuzione del capitale mutuato, perché *ex art. 1813 cod. civ. il mutuatario «si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e quantità»*, e dunque nel mutuo di denaro deve restituire una somma identica a quella mutuata; argomenta poi che il carattere oneroso del mutuo rende incompatibile la configurabilità di un interesse negativo, e quindi «*la previsione di un tasso d'interesse variabile, nella ipotesi più favorevole al cliente e peggiore per l'intermediario potrà determinare la gratuità del mutuo, ma, considerata la volontà delle parti, il mutuo non potrà mai concettualmente divenire remunerativo per il mutuatario*»; si chiede infine se l'interesse possa divenire negativo in un dato periodo, purché non lo sia nel suo complesso, ed argomenta nel senso che, *ex art. 820 e 821 cod. civ.*, gli interessi sul capitale mutuato sono frutti civili che il mutuante acquista giorno per giorno, sicché in nessun momento della durata del contratto gli interessi possono assumere valore negativo, non essendo concepibile che un frutto cagioni un depauperamento del soggetto che ha diritto di percepirlo.

Tutte argomentazioni da prendere in considerazione e da alcuni condivise³, ma che vengono puntualmente criticate nell'approfondito

² BANCA D'ITALIA, *Parametri di indicizzazione dei finanziamenti con valori negativi: trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza nei rapporti con la clientela*.

³ Cfr. D. MAFFEIS, *La causa di finanziamento esclude la sopravvenienza di c.d. tassi negativi e richiede la sostituzione, convenzionale o giudiziale, del parametro esterno divenuto durevolmente negativo*, in questa Rivista,

Quaderno Consob novembre 2017 di S. ALVARO, A. GENTILI, C. MOTTURA, *Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabili*, i quali così concludono (pag. 45): «non sussistono limiti concettuali e legali che ostino all'ipotesi che a seguito dell'inversione dell'indice di riferimento il rapporto di credito-debito degli interessi tra finanziatore e finanziato nei contratti a tasso variabile si possa alterare e al caso invertire portando il finanziatore a una remunerazione negativa», e soggiungono (pag. 59) che «purché risultino rispettate le prescrizioni del nuovo diritto dei contratti sulle corrette forme di negoziazione, ed in specie il principio di trasparenza delle condizioni contrattuali, nulla sembra opporsi all'inserimento di clausole di tasso minimo o di “fermo zero” nei contratti di finanziamento a tasso variabile».

La questione è dunque aperta, e occorre tenere conto della circostanza che fuori d'Italia, in Danimarca, da qualche anno si riscontrano mutui fondiari a tassi negativi, il che rende poco convincente una argomentazione basata sulla natura del contratto.

Per parte mia ricordo che quando si pose il problema dell'incidenza dell'introduzione dell'Euro sui contratti ebbi a suggerire la previsione di clausole *ad hoc*⁴.

Il problema dunque esiste, ed esiste anche ed ancor più nel caso inverso, quello cioè dei conti correnti dei clienti presso le banche, sia pure in termini non perfettamente speculari, dato che nel conto corrente bancario con deposito manca il termine per la restituzione, essenziale nel mutuo⁵: anche qui già si conoscono casi in Svizzera e in Scandinavia di tassi negativi applicati dalle banche ai clienti più abbienti, e i quotidiani ne parlano anche per l'Italia per i clienti sopra un milione di euro.

In due parole: prima della trasparenza è necessario fare chiarezza sulle regole.

3. Un'indicazione semplice (il TAEG): cosa accade se è sbagliata?

<http://www.dirittobancario.it/>, 2016, 17.

⁴ G. DE NOVA, *Il principio di continuità dei contratti dopo l'introduzione dell'euro*, in *I Contratti*, 1998, 5 ss.; ora in ID., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Padova, 2011.

⁵ P. FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, 3^a ed., Torino, 2012, Vol. I, Parte Generale, 218.

Il TAEG si riduce ad un numero, e quindi siamo in presenza della più semplice delle informazioni.

Ma per capire quale sia l'oggetto dell'informazione, il giurista deve porsi anche il problema della patologia, e chiedersi che accade se l'informazione è semplice, ma errata⁶.

Prima di affrontare il tema, è opportuno ricostruire il sistema della trasparenza.

Il Provvedimento Bankitalia Trasparenza continua a dire, nella premessa all'inizio della Sezione I, che: «*Le disposizioni in materia di trasparenza (titolo VI del T.U.; delibere del CICR citate nel paragrafo 2 e il presente provvedimento) si applicano – salva diversa previsione – a tutte le operazioni e a tutti i servizi disciplinati ai sensi del titolo VI del T.U. aventi natura bancaria e finanziaria offerti dagli intermediari, anche al di fuori delle dipendenze (“fuori sede”) o mediante “tecniche di comunicazione a distanza”*».

Questa impostazione in termini di parte generale che si applica a tutte le operazioni, salvo diversa previsione nelle discipline particolari per determinate operazioni, confligge con il rapporto che il TUB delinea tra il Capo I del titolo VI, dedicato a «operazioni e servizi bancari e finanziari» da un lato e dall'altro il Capo I *bis*, dedicato al credito immobiliare ai consumatori, e il Capo II, dedicato al credito ai consumatori, e al Capo II *bis* dedicato ai servizi di pagamento, perché dal 2016 il 3° comma dell'art. 115 TUB così dispone: «*Le disposizioni del presente capo, a meno che siano espressamente richiamate, non si applicano ai contratti di credito disciplinati dai capi I *bis* e II e ai servizi di pagamento disciplinati dal capo II-*bis**».

Dunque il Capo I non è una parte generale, che detti norme che si applicano (in linea di principio e salva deroga da parte di una norma speciale) anche al credito immobiliare ai consumatori, al credito ai consumatori e ai servizi di pagamento; il credito immobiliare ai consumatori, il credito ai consumatori e i servizi di pagamento hanno la propria autonoma disciplina nei Capi I *bis* e II *bis*, integrata dalle norme del Capo I (e da quelle sole) che siano «espressamente richiamate».

⁶ Altra ipotesi esaminata dalla giurisprudenza è quella in cui l'informazione sul TAEG manca.

La questione è di sostanza, perché le discipline applicabili possono essere diverse.

Veniamo ai finanziamenti e al TAEG.

Partiamo dal credito ai consumatori.

Qui è sufficiente fare riferimento al TUB, ed in particolare al Titolo VI, Capo II (la Sez. VII del Provvedimento Bankitalia Trasparenza, che si occupa della trasparenza nel credito ai consumatori, ha qui funzione integrativa). L'art. 121 comma 1, lettera e) ed m) fa riferimento al «costo totale del credito» e al «TAEG»; l'art. 123 prevede che nelle pubblicità sia indicato il TAEG; l'art. 124 definisce gli obblighi precontrattuali, e dall'art. 125 *bis*, comma 6 si deduce che il TAEG deve essere «*pubblicizzato nella documentazione predisposta secondo quanto previsto dall'art. 124*».

Poste queste premesse, cosa accade se il TAEG è stato pubblicizzato in modo difforme da quello che risulta applicato nel contratto di credito concluso dal consumatore?

L'art. 125 *bis*, così prevede:

«6. Sono nulle le clausole del contratto relative costi a carico del consumatore che, contrariamente a quanto previsto ai sensi dell'articolo 121, comma 1, lettera e), non sono stati inclusi o sono stati inclusi in modo non corretto nel TAEG pubblicizzato nella documentazione predisposta secondo quanto previsto dall'articolo 124. La nullità della clausola non comporta la nullità del contratto.

7. Nei casi di assenza o di nullità delle relative clausole contrattuali:

a) il TAEG equivale al tasso nominale minimo dei buoni del tesoro annuali o di altri titoli similari eventualmente indicati dal Ministro dell'economia e delle finanze, emessi nei dodici mesi precedenti la conclusione del contratto. Nessuna altra somma è dovuta dal consumatore a titolo di tassi di interesse, commissioni o altre spese (...).

Se ne deduce che la conseguenza è la nullità della clausola che prevede il TAEG difforme e la sostituzione con quanto previsto dal comma 7, lettera a).

Discorso diverso è se il TAEG è conforme a quello pubblicizzato, ma di per sé non corretto, perché non sintetizza correttamente le componenti, o perché non considera una componente che avrebbe dovuto considerare.

Qui l'applicazione dell'art. 125 *bis*, comma 6 e 7, è dubbia.

Per i finanziamenti non ai consumatori il TUB non parla di TAEG, ne parla (ieri parlava di ISC) il Provvedimento Bankitalia alla Sez. II, *Pubblicità e informazione precontrattuale*, 8. *Indicatori di costo*, 8.2. *Finanziamenti*, nei termini che seguono: «*Il foglio informativo e il documento di sintesi riportano un indicatore sintetico di costo denominato "Tasso Annuo Effettivo Globale" (TAEG) quando riguardano le seguenti categorie di operazioni indicate nell'Allegato alla delibera del CICR del 4 marzo 2003 (2):*

- *mutui;*
- *anticipazioni bancarie;*
- *altri finanziamenti;*
- *aperture di credito in conto corrente offerte a clienti al dettaglio.*

Il TAEG è calcolato secondo quanto previsto dalla disciplina in materia di credito per i consumatori (sezione VII, paragrafo 4.2.4 e Allegato 5B) o, in presenza di ipoteca su un bene immobile, secondo quanto previsto dalla disciplina in materia di credito immobiliare ai consumatori (sezione VI-bis, paragrafo 5.2.4, e Allegato 5C)».

Ciò detto, l'eventuale errore (in senso lato) nel TAEG quali conseguenze comporta?

Qui cito una recentissima sentenza del Tribunale di Milano 23 settembre 2019, n. 8442: «*da ciò deriva che in caso di ISC contrattuale errato non è applicabile l'invocato tasso sostitutivo previsto dall'art. 117, comma 7, TUB, perché nessuna norma prevede ciò. Infatti il citato art. 117 TUB si riferisce alla mancata indicazione del tasso debitore e quindi non è applicabile all'ISC, che non è un tasso ma solo un indice equivalente.*

Nemmeno ricorre un'ipotesi di nullità in forza del comma 6 del citato art. 117 TUB, perché quel vizio colpisce le clausole contrattuali che prevedano tassi più sfavorevoli per i clienti di quelli pubblicizzati, cioè di quelli resi pubblici in ogni filiale nei fogli informativi previsti dall'art. 116 TUB, in ordine al cui contenuto nulla è stato allegato nel presente giudizio. Quella norma non riguarda invece la censura qui dedotta da parte attrice e cioè l'eventuale contrasto tra ISC contrattuale e ISC effettivo.

Per completezza si osserva che non ricorre neanche la nullità, prevista dall'art. 125-bis, comma 6, TUB, della clausola relativa al

costo non incluso nell'indice, perché nella fattispecie non è applicabile la disciplina del credito al consumatore in ragione dell'importo del mutuo, che eccede il limite massimo di euro 75.000 fissato nell'art. 122 TUB.

Resta fermo che l'inserimento in contratto dell'ISC costituisce un obbligo legale, il cui inadempimento può comportare il risarcimento dell'eventuale danno dimostrato dal mutuatario per aver confidato in un ISC errato».

In conclusione, la disciplina dell'errore nel TAEG è altra per il finanziamento al consumatore, altra per il finanziamento al non consumatore.

Questa conclusione non è però da tutti condivisa: in una recente decisione (Trib. Padova, ord. 9 gennaio 2018) si è argomentato che l'ISC fa parte del contenuto richiesto dalla Banca d'Italia per il mutuo fondiario, e di conseguenza una divergenza nel TAEG comporta la nullità della clausola, che deriva dall'art. 117, comma 8 TUB, secondo cui sono nulli i contratti difformi dal contenuto tipico determinato dalla Banca d'Italia.

In sintesi il TAEG (nonostante il nome) non è un tasso, ma è un indicatore di costo. Ciò detto, non è chiaro se la sua corretta indicazione integri un contenuto essenziale del contratto (con la conseguenza che in difetto si ha una nullità) o l'oggetto di un obbligo di comportamento (con la conseguenza che in caso di violazione si dovrà risarcire il danno).

Anche su questo tema, centrale per la trasparenza, è importante raggiungere qualche punto fermo.

4. In conclusione

La semplificazione della trasparenza è certa da perseguire, ma presuppone che si faccia preventiva chiarezza sulle informazioni da trasmettere e sulle conseguenze di una errata trasmissione.

Responsabilità degli amministratori e patti di manleva*

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Natura giuridica del patto di malleva ed interessi perseguiti dalle parti – 3. Rapporti con la rinuncia all'azione di responsabilità – 4. Possibili problemi applicativi: a) determinatezza dell'oggetto; b) il problema dell'importo massimo garantito; c) possibile copertura dei fatti dolosi o commessi con colpa grave.

1. Introduzione

In coerenza con le finalità proprie della Riforma in tema di riparto di competenze all'interno della società per azioni (: la gestione dell'impresa viene affidata esclusivamente all'organo amministrativo), lo strumento contrattuale viene ad assumere in sé rilievo determinante quale tecnica di protezione degli amministratori avverso i rischi patrimoniali cui sono esposti in dipendenza dell'ufficio¹. Rischi che si manifestano vibranti col venir meno del legame fiduciario con la compagine sociale, soprattutto in conseguenza del trasferimento della titolarità della partecipazione di controllo.

Tant'è l'importanza dell'aspetto appena segnalato, del resto, che

*Il contributo è anche destinato ad un Volume collettaneo sulle azioni di responsabilità contro gli amministratori edito da Pacini Editore.

¹D'altra parte, la "contrattualizzazione" dei doveri fiduciari degli amministratori di società delineata dagli esponenti dell'analisi economica del diritto è da tempo oggetto di un vivace dibattito. *Ex multis*, si vedano M.A. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, in 89 Columbia L. Rev., 1989, p. 1461 ss.; R. COOTER - J.FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, in 66 New York University Law Review, 1991, p. 1069; H. EASTERBROOK e D.R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991; R. ROMANO, *Comment on Easterbrook and Fischel: Contract and Fiduciary Duty*, in 36 Journ. of L. & Econ., 1993, p. 447 ss.; T. FRANKEL, *Fiduciary Duties as Default Rules*, in 74 Or. L. Rev., 1995, p. 1209 ss.; A. DUGGAN, *Contracts, fiduciaries and the primacy of the deal*, in Bant e Harding, *Exploring Private Law*, Cambridge University Press, 2010, pp. 275-297; E. LIM, *Contracting Out Fiduciary Duties*, 44 Common Law World Review, 2015, p. 276-297; G. RAUTERBERG e E. TALLEY, *Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers*, in Colum. L. Rev., 2016. Per un'illustrazione del dibattito e ulteriori riferimenti bibliografici, v. T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, New York, 2011, p. 229 ss.

nella pratica è di uso corrente affiancare agli strumenti tipici di natura puramente assicurativa (su tutti le polizze D & O): i così detti “patti di malleva”. Che, nella diversa latitudine funzionale, favoriscono i passaggi di titolarità e gestione societaria senza interferire – almeno non direttamente – con lo statuto della responsabilità degli amministratori.

Nell’ambito della gestione societaria il patto di malleva risalta per “concretezza” e “attualità”. Nel suo telaio essenziale, il negozio si sviluppa intorno all’impegno a tenere indenni gli organi apicali dalle conseguenze patrimoniali avanzate verso i mallevati (anche per il medio di azioni di responsabilità esercitate) dalla società, dai soci, dai creditori sociali o da terzi.

È noto che nell’operatività il patto viene a rilevare in occasione delle operazioni di trasferimento del controllo societario assumendo, sul piano strutturale, sia valore di specifica clausola dell’accordo sia di convenzione autonoma *a latere*.

L’inerenza al contratto di trasferimento e le conseguenti aperture alla meritevolezza affiorano tosto nelle motivazioni della giurisprudenza (cfr. *infra*)².

La constatazione non è di poco conto. Da questo angolo visuale, infatti, la malleva non esaurisce la sua funzione nella protezione degli amministratori e sindaci, ma si immerge più in generale nel complesso economico dell’operazione: ne determina il contenuto e ne modifica gli equilibri.

In questa prospettiva – nel suo riflettersi sull’operazione di avvicendamento societario, cioè –, il patto assume valore di contrappeso alle garanzie (cd. *representations & warranties*) concesse dall’alienante. Peraltro, lo stesso evita che il cessionario si avvantaggi di una sopravvenienza già scontata nel prezzo di vendita³.

² «[L’] impegno di cui si discute viene a collocarsi all’interno di una più ampia negoziazione che riguarda il trasferimento dell’intera partecipazione societaria, quale condizione di indubbio rilievo nello scambio negoziale voluto dai contraenti [...]. Sotto tale profilo va certamente tenuto conto dell’ampio favore con cui l’ordinamento guarda alle vicende di circolazione delle azioni e più in generale di avvicendamento nelle compagini di controllo societario quale fattore dinamico dell’attività d’impresa», così Trib. Milano, 16 giugno 2014, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 1103 ss. e *Giur. It.*, 2015, 3, 677 ss.

³ Per una disamina del dibattito in tema di trasferimento delle partecipazioni, senza pretesa di completezza, cfr. F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su*

Il discorso si mostra aperto, a questo punto, a diverse possibilità di sviluppo: tra loro anche lontane.

2. *Natura giuridica del patto di malleva ed interessi perseguiti dalle parti*

A livello di enunciazione, la malleva è un contratto atipico con cui un soggetto (mallevante o mallevadore) assume l'obbligazione di sollevarne un altro (mallevato) dalle conseguenze patrimoniali dannose che il garantito dovesse subire in conseguenza di una sua responsabilità – per fatto proprio, del mallevante stesso o di terzi – nei confronti di un terzo danneggiato o creditore.

Nonostante la scarsa attenzione prestata dalla dottrina classica⁴, la meritevolezza del patto è stata riconosciuta dalla giurisprudenza di legittimità con orientamento costante⁵.

acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento, in F. BONELLI – M. DE ANDRÈ (a cura di) *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento* – Atti del convegno di Portofino, giugno 1989, Milano, 1990, 3 ss.; P. IUDICA, *Il prezzo nella vendita di partecipazioni azionarie*, in *Riv. soc.*, 1991, 762 ss.; L.G. PICONE, *Contratti di acquisto e partecipazioni societarie*, Milano, 1995, 237 ss.; E. PANZARINI, *Cessione di pacchetti azionari*, in F. GALGANO (a cura di) *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1997, 247; G. IORIO, *Struttura e funzione della clausola di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, *passim*. In giurisprudenza basti citare il notissimo *revirement*, Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, con nota di A. TINA, *Il termine di prescrizione degli impegni di garanzia e indennizzo nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Corr. Giur.*, 2015, 324 ss., alla cui bibliografia si rinvia per i precedenti. Più recenti, anche con riferimento ai patti di manleva, su tutti M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 219 ss.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, 458 ss.; per spunti anche redazionali cfr. G. DE NOVA, *Il sale and purchase agreement: un contratto commentato*, 2 ed., Torino, 2017.

⁴ Per cenni solo al fine di distinguerla dalla fideiussione, cfr. F. MESSINEO, *Manuale*, 8 ed., Milano, 1950, 141; M. FRAGALI, sub *art. 1936*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, sub *art. 1936 – 1959*, Bologna-Roma, 1968, 9; G. TUCCI, voce «Garanzia», in *Digesto/civ.*, vol. VIII, Torino, 1992, 595 s.

⁵ Tra le altre, Cass., 18 maggio 1954, n. 1580; Cass., 21 maggio 1969, n. 1779; Cass., 13 maggio 1977, n. 1896; Cass., 08 marzo 1980, n. 1543; Cass., 21 novembre 1988, n. 6267; Cass., 30 maggio 2013, n. 13613. Il patto ha trovato la propria prima tipizzazione sociale nei contratti di appalto stipulati dalle Ferrovie dello Stato con le imprese appaltatrici per scaricare la responsabilità nei confronti dei dipendenti

Assunta questa prospettiva, occorre definire i confini della malleva rispetto alle posizioni *lato sensu* di garanzia tipizzate dal codice civile. Lungo questa linea, che ci consente di cogliere le differenze sul piano della disciplina, si è rilevato che il nucleo comune ai “contratti di rischio” (artt. 1882 c.c., 1381 c.c., 1736 c.c., 1267 c.c., 133 d. lgs. 205/2006) si identifichi nel trasferimento, per l’appunto, di un determinato rischio economico dal patrimonio di un soggetto a quello di un altro. Il che qualifica la fattispecie e consente, sul piano sistematico, di identificare la «causa di garanzia pura», di cui il negozio in esame costituisce forma espressiva atipica⁶.

Se quanto precede è corretto, il contratto di assicurazione sembra assumere valore di paradigma. Basta osservare – fermandosi alla struttura di base – che entrambi gli schemi negoziali realizzano l’immediata soddisfazione dell’interesse del garantito per effetto dell’assunzione di un rischio da parte del garante⁷. Ancora, verificata l’identità della relazione soggettiva fra garantito e garante nel rapporto aspettativa-soggezione, le due posizioni mutano in dipendenza di un evento esterno ed incerto⁸.

Per i fini concreti che qui interessano, queste osservazioni finiscono per convergere quanto a risultato: garanzia pura e assicurazione possono essere inquadrare nella categoria dei contratti aleatori al (mero) fine di un recupero sul piano delle lacune normative⁹.

Beninteso: si tratta di una finzione che non considera la complessità del fenomeno.

dell’appaltatore a carico dello stesso: nel contratto di appalto veniva cioè predisposta un’apposita clausola con cui l’appaltatore assumeva su di sé tutte le conseguenze patrimoniali dannose per i danni subiti dai suoi dipendenti in occasione dell’esecuzione dell’opera e di cui fosse chiamata a rispondere l’impresa appaltatrice, cfr. A. DELOGU, *Le modificazioni convenzionali della responsabilità civile*, Padova, 2000, 202 ss.; G. CECCHERINI, sub art. (1228-1229), in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2016, 308 ss., poi anche nella collocazione di valori mobiliari, cfr. G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero da responsabilità*, in *Danno e resp.*, 1998, 10, 859 s. e nei contratti di cassette di sicurezze, seppure con maggiori resistenze da parte della giurisprudenza, cfr. Trib. Milano, 14 settembre, 1989, con nota di G. PONZANELLI, *La “sfortunata” circolazione delle clausole di esonero, il caso delle cassette di sicurezza*, in *Foro It.*, I, 1038 ss.

⁶ Cfr. P. CORRIAS, *Garanzia pura e contratti di rischio*, Milano, 2006, 6 ss.

⁷ Cfr. N. BUTTARO, *L’interesse nell’assicurazione*, Milano, 1954.

⁸ Cfr. R. NICOLÒ, voce «Alea», in *Enc. Dir.*, vol. I, Milano, 1958, 1024 ss.

⁹ Cfr. P. CORRIAS, *op. cit.*, 263 ss.

Il contratto assicurativo è per sua natura un contratto di impresa, esiste cioè in quanto esplicazione dell'attività assicurativa svolta da una parte qualificata (: l'assicuratore)¹⁰. L'assicurato trasferisce all'assicuratore il rischio (da intendersi come stato di incertezza oggettiva e assoluta in relazione al verificarsi di un fatto) a fronte del pagamento di un premio, il prezzo appunto per non sopportare gli oneri che l'esistenza obiettiva del rischio fanno gravare su di lui (prima e indipendentemente dal verificarsi dell'evento)¹¹. L'assicuratore "contabilizza" i contratti e rimane dunque neutrale rispetto al verificarsi o meno del singolo evento, disperso nella massa dei rischi che assume con la globalità dei contratti in forza della probabilità statistica.

Nei fatti, insomma, sorge il dubbio, più che fondato, della correttezza della stessa qualificazione come "aleatorio" del contratto assicurativo¹².

Nessuno dei tratti richiamati ricorre, almeno non necessariamente, se si va a guardare al patto di manleva. Del resto, è irrilevante la qualificazione soggettiva del garante; sul piano sistematico, il contratto non è necessariamente oneroso¹³; il garante è coinvolto personalmente nel complessivo assetto di interessi diviso dai contraenti¹⁴; ancora: nella manleva l'incertezza non riguarda l'evento dannoso (che ben potrebbe essere certo e già accaduto), quanto le possibili conseguenze pregiudizievoli per il manlevato in dipendenza di quello, eventualmente già certo nel suo accadere.

Per evitare ambiguità conviene dunque rimarcare che l'essere il

¹⁰ Sia consentito un richiamo a F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il «criterio della sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.

¹¹ Cfr. A. GAMBINO, *La neutralizzazione dei rischi nella struttura e nella funzione giuridica unitaria del contratto di assicurazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, 209 ss.

¹² Contestano la natura aleatoria del contratto di assicurazione, tra gli altri, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, V ed., Torino, 1980, 912 ss.; R. IPPOLITO, *Il sinallagma nel contratto di assicurazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, 531 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, 173 ss.

¹³ P. CORRIAS, *op. cit.*, 263 ss., il quale deduce che il *genus* è la garanzia pura, mentre l'assicurazione ne è declinazione speciale.

¹⁴ Cfr. A. DONATO, *Clausola di manleva*, in M. CONFORTINI (a cura di) *Clausole negoziali*, Torino, 2017, 1184.

contratto assicurativo un atto inserito nell'attività di impresa determina innanzitutto una modificazione di disciplina del negozio stesso. Ciò spiega le resistenze che la letteratura mostra ad applicare ai patti di manleva tutte le norme del tipo. È poi conseguente ritenere, date le specificità segnalate, che sia al più l'assicurazione *species* del *genus* “garanzia pura”, e non viceversa.

Nella concretezza del riscontro, la dottrina ha individuato nella costellazione delle regole che ruotano intorno al principio indennitario la cifra normativa applicabile alla garanzia pura e, per l'effetto, alla manleva¹⁵.

Detto questo, occorre ancora precisare che la manleva origina un rapporto nuovo, autonomo e distinto rispetto a quello intercorrente fra creditore e debitore garantito. Nella sostanza non deriva alcuna interferenza fra i due rapporti: la relazione fra mallevadore e mallevato trasferisce le conseguenze economiche negative della responsabilità¹⁶.

Il punto non è di poco conto. L'estraneità della malleva rispetto al rapporto obbligatorio fra debitore e creditore consente, infatti, di sostenere l'irrelevanza del patto rispetto al divieto di cui all'art. 1229 c.c.¹⁷. A ben vedere, non sorge alcuna attenuazione della responsabilità del debitore rispetto al creditore, che rimane estraneo al rapporto di garanzia. In effetti, la manleva non solo non limita la responsabilità del debitore, ma la presuppone finendo per costituire – direttamente o indirettamente, a seconda della struttura assegnatale dai contraenti – un vantaggio per il terzo.

Prendendo spunto da questa constatazione, appare evidente la distanza della malleva dalle diverse figure codicistiche di «assunzione del debito altrui» (artt. 1268, 1272, 1273 c.c.) che ruotano intorno alla regola della degradazione, nel rapporto obbligatorio “di valuta”, della responsabilità dell'obbligato originario nei confronti del creditore¹⁸.

¹⁵ Cfr. P. CORRIAS, *op. cit.*, 266 ss.; sul punto si tornerà *infra*.

¹⁶ Cfr. T. PASQUINO, *Clausola di limitazione di responsabilità*, in M. CONFORTINI (a cura di) *Clausole negoziali*, Torino, 2017, 491.

¹⁷ Si veda la giurisprudenza di cui alla nota 7.

¹⁸ Per una ricostruzione unitaria del negozio di assunzione del debito cfr. U. LA PORTA, *L'assunzione del debito altrui*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2009, 1 ss., già prima R. CICALA, (voce) «Accollo», in *Enc. Dir.*, I, Milano, 1958, 299 s.; ID., *Espromissione*, Napoli, 1995, 135.

Né può confondersi la manleva con l'accollo semplice (o interno) dove, senza l'attribuzione di alcun diritto al creditore, l'accollante assume con certezza il peso economico di un debito già definito nel suo ammontare, o comunque determinato e di certa esistenza, con conseguente estraneità ad ogni profilo aleatorio¹⁹. Ancora, più netta appare poi la lontananza dell'istituto dalla fideiussione e dalle altre forme di garanzia personale. Come è stato correttamente osservato in letteratura, difetta l'instaurazione di un vincolo di solidarietà (sia in forma disuguale sia paritaria); non consta alcun profilo di interesse rispetto al rafforzamento della posizione del creditore (cd. *causa cavendi*); non sussiste alcun collegamento in termini di accessorietà fra il rapporto garantito e quello di malleva (che restano, si è detto, indipendenti); si assiste al definitivo spostamento del peso economico sul patrimonio del manlevante senza la previsione di forme di regresso²⁰.

A guardare il panorama da questo angolo, affiora l'indipendenza della manleva, il cui effetto essenziale risiede nel semplice trasferimento di un rischio.

La chiusura concettuale del patto porta, in astratto, al riconoscimento di un'autonoma funzione di meritevolezza e alla conseguente emancipazione da un più articolato regolamento negoziale. Così l'assunzione del garante potrebbe trovare la propria corrispettività in una controprestazione forfettaria del garantito o, in corrispondenza di un interesse liberale del garante, costituire una donazione diretta (di natura obbligatoria)²¹.

La tesi lascia tuttavia assai perplessi. Per sua propria caratteristica, il patto si inserisce e si giustifica nell'ambito di una più ampia operazione negoziale, nel complessivo assetto di interessi diviso

¹⁹ Ciò nemmeno nel caso in cui l'accollo interno abbia per oggetto debiti futuri cfr. P. CORRIAS, voce «Manleva» (*patto di*), in *Enc. Giur.*, Agg., Roma, 2007; A. FRANCHI, *Riflessioni sulla malleva*, in *Contr. Impr.*, 2017, 2, 150, *contra* L. G. PICONE, *L'assunzione del debito da parte della società nella disciplina delle nuove sanzioni amministrative*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 27 ss.

²⁰ Cfr. P. CORRIAS, *Garanzia pura e contratti di rischio*, cit., 392 ss.

²¹ Invero, seppur in *obiter*, Trib. Milano 20 dicembre 2013 si è espresso negativamente rispetto al patto di manleva contratto per «uno spirito di liberalità impropriamente inteso» argomentando dalla nullità del preliminare di donazione (III.l.d.), ma la pronuncia è anteriore a Cass., sez. un., 15 marzo 2016, n. 5068, in *Riv. not.*, 2016, II, 4, 521 ss., che ha chiarito la validità della donazione obbligatoria.

dalle parti, cioè²². La manleva svolge una funzione di riequilibrio economico delle reciproche attribuzioni patrimoniali: è in tale assetto complessivo insomma che va ricercata la sua concreta meritevolezza.

Se si va a guardare il raccolto delle fattispecie prodotte nella prassi, l'operazione economica di riferimento consiste nella cessione della partecipazione societaria di controllo e del trasferimento della gestione della società *target* ad amministratori di fiducia del cessionario²³.

La cancellazione del rischio connesso all'eventuale responsabilità dei *managers* uscenti ne favorisce le dimissioni, rispondendo per tale via ad un interesse proprio dell'acquirente, determinato nel nominare gestori di propria fiducia. Parimenti, la clausola risponde ad un interesse dell'alienante, senz'altro quando ha ricoperto l'ufficio di amministratore. Viepiù, il rilascio di *business warranties* relative alla consistenza del patrimonio sociale si riflette nell'interesse dell'alienante ad evitare la duplicazione tra l'indennità pattuita contrattualmente con l'acquirente e il risarcimento conseguente all'azione di responsabilità²⁴.

Queste notazioni ci conducono a identificare la sintesi degli interessi che il patto di manleva è concretamente diretto a realizzare.

La causa in concreto del negozio si coglie dunque al di fuori del modellino astratto utilizzato. L'analisi degli interessi effettivamente perseguiti dalle parti non può prescindere dalla complessità dell'affare che di per sé sorregge la meritevolezza del negozio. Un aspetto della convenzione che è opportuno ben delineare per evitare che si riscontri quella "inconcludente superfetazione" non sorretta da alcun interesse meritevole di tutela. In proposito, la cautela appare quanto mai

²² Cfr. E. GABRIELLI, *Il contratto e l'operazione economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, «[L'operazione economica] è espressione dell'unità strutturale dell'affare, naturalmente articolato secondo i ritmi e le scansioni dettate dai concreti interessi delle parti, rivolto ad esternare, al di là della sintesi formale offerta dal tipo contrattuale scelto dalle parti, il complesso delle determinazioni precettive, dei comportamenti attuativi, e della compresenza, in un medesimo regolamento, anche di più funzioni», *cit.* 98, ora *amplius* ID. *Operazione economica e teoria del contratto*, Milano, 2013.

²³ Cfr. A. MONTEVERDE, *Gli aspetti societari delle acquisizioni di partecipazioni; subentro dei nuovi organi e clausole liberatorie*, in M. IRRERA (a cura di) *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 512 ss.

²⁴ Cfr. G. DE NOVA, *Il carattere vincolante dei patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, *supp.* 2, 10.

necessaria in assenza di una corrispettività in senso stretto e quando la convenzione rimane entità negoziale autonoma²⁵.

Beninteso: il patto può strutturalmente articolarsi secondo una pluralità di schemi, fermo il requisito della necessaria non interferenza con la (limitazione della) responsabilità del debitore.

Le parti potranno così escludere dal rapporto il terzo creditore. Prevedendo, ad esempio, che il mallevante sia tenuto a fornire al mallevato i mezzi economici necessari per l'adempimento una volta accertata la sua responsabilità, ovvero che la malleva operi solamente in "seconda battuta", ossia successivamente al pagamento da parte del debitore²⁶.

La malleva, per converso, può prevedere anche un diretto coinvolgimento del creditore, attribuendogli, per effetto della stipulazione, un diritto nei confronti del mallevante secondo lo schema del contratto a favore del terzo²⁷.

3. *Rapporti con la rinuncia all'azione di responsabilità*

Per dare fondo all'illustrazione del tema, conviene fermarsi sul rapporto tra manleva e c.d. "patto di rinuncia all'azione di responsabilità". La casistica delle fattispecie di acquisizione di partecipazioni societarie vede infatti convivere le convenzioni di rinuncia all'azione (: con cui si stabilisce che l'acquirente si impegna a non votare a favore dell'azione di responsabilità *ex art.* 2393 c.c. e a non promuovere azioni di responsabilità *ex artt.* 2393-bis o 2395 c.c. nei confronti degli amministratori e/o dei sindaci uscenti) con il patto

²⁵ Cfr. A. DONATO, *op. cit.*, 1189; A. FRANCHI, *Il contratto di manleva e la manleva verso gli amministratori*, in *Contr. Impr.*, 2007, I, 197; G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, 133 ss.

²⁶ È questa una delle ipotesi di cui si è occupato il Tribunale di Milano nella sentenza del 20 dicembre 2013, ove il mallevante si è impegnato a tenere indenni gli amministratori e i sindaci «dagli importi che essi stessi dovessero effettivamente pagare a titolo di danno», con la conseguenza che «in caso di mancato pagamento del debito risarcitorio da parte dei terzi beneficiari UGF non ha l'obbligo di manlevarli: del resto, siccome la manleva non è una fideiussione e non determina un obbligo verso il creditore, in mancanza del pagamento da parte del debitore, manca l'oggetto della manleva».

²⁷ È lasciata all'autonomia delle parti stabilire le forme e i modi in cui il creditore potrà rivolgersi al garante per l'adempimento di quanto dovuto dal garantito.

di manleva, avvertito come strumento di salvaguardia nel caso di invalidità del negozio di rinuncia²⁸.

Il che trova concretezza nello scetticismo mostrato dalla giurisprudenza verso siffatte clausole, in un contesto di vertice che si muove intorno al tema dell'interesse sociale²⁹ e dei sindacati di voto³⁰.

Nel sistema attuale, quello cioè successivo alla riforma, la giurisprudenza (pratica e teorica) si è orientata a dare cittadinanza ai patti di voto, posto che si collocano sul piano (privato e disponibile) del parasociale e non incidono direttamente con il contratto di società.

A livello di enunciazione, i sindacati di voto sono quindi da considerarsi legittimi (artt. 2341-*bis*-2341-*ter* c.c., artt. 122-123 t.u.f.). Nondimeno, le molteplici interferenze con norme indisponibili ne minano di frequente la stabilità³¹. Da questo angolo visuale, proprio il territorio della rinuncia all'azione di responsabilità si è dimostrato fertile, consegnando all'interprete numerosi precedenti di nullità dei sindacati per contrasto del vincolo assunto con l'interesse sociale, con la pletora di norme relative alla responsabilità degli amministratori e con il disposto dell'art. 1229 c.c.³². Scendendo un poco più nel

²⁸ G. DE NOVA, *op. cit.*, 12.

²⁹ Per tutti, D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi nella società per azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, vol. III, Torino, 1993, 3 ss.

³⁰ Cfr. G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Tratt. Colombo-Portale*, vol. III, Torino, 1994, 485 ss.

³¹ Cass., 20 novembre 1995, n. 9975, in *Corr. Giur.*, 1996, 193 ss.; nonché *Società*, 1996, 37 ss.; *Giur. Comm.*, 2007, II, 50 ss.; Cass., 23 novembre 2001, n. 14865, in *Guida dir.*, 2002, 6 37 ss. e *Diritto e pratica delle società*, 2002, 58 ss.; Cass., 18 luglio 2007, n. 15963, in *Società*, 2007, 1462 ss. e *Foro It.*, 2009, I, 2195.

³² Cass., 27 luglio 1994, n. 7030, con nota di F. CAMILLETI, *Convenzioni di voto e conflitto di interessi*, in *Giur. Comm.*, 1997, II, 99 ss.; Cass., 28 aprile 2010, n. 10215, con nota di N. CIOCCA, *Patti parasociali e rinuncia all'azione di responsabilità contro gli amministratori uscenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 141 ss.; con note di A. TINA, *Patti parasociali e responsabilità degli amministratori di società*, C. FIENGO, *Convenzioni parasociali di rinuncia all'azione di responsabilità* e C. DI DONATO, *Convenzione di voto e azione di responsabilità nei confronti degli amministratori*, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 802 ss.; Trib. Milano, ord. 20 dicembre 2013, in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Trib. Milano 16 giugno 2014, con nota di B. PETRAZZINI, *Patti parasociali e impegno a non esercitare l'azione di responsabilità*, in *Giur. It.*, 2015, 3, 677 ss. e con nota di A. TINA, *Patti parasociali e rinuncia all'azione di responsabilità ex art. 2393 c.c.*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 1103 ss. Sull'inderogabilità della "forma" assembleare per la rinuncia o la transazione all'azione di responsabilità, Cass. 7 luglio 2011, n. 14963, con nota di A.

dettaglio, gli argomenti a fondamento della tesi muovono dal presupposto che con la convenzione i soci si fanno portatori di un interesse in conflitto con quello sociale all'esercizio dell'azione. Inoltre, si discorre sul contrasto tra l'esclusione della responsabilità degli amministratori e l'interesse alla conservazione del patrimonio sociale. Trapela anche il tema della violazione della competenza assembleare per la rinuncia all'azione ex art. 2393 c.c.

La nullità del "patto di rinuncia" discende insomma dal contrasto con l'interesse generale della società e dalla inderogabilità delle norme in tema di responsabilità degli amministratori³³.

Il punto sembra chiaro. Non è, però, l'unica opinione che corre in letteratura. Secondo una diversa tesi, che non pare di traino, le cose starebbero in modo alquanto diverso. La convenzione, anche se in contrasto con l'interesse sociale, dovrebbe considerarsi valida, ponendosi esclusivamente un problema di annullabilità della specifica delibera assembleare espressione del voto di sindacato. Secondo questo argomentare è da escludere, poi, che la disciplina sul conflitto di interessi in assemblea e la stessa disciplina dell'art. 2393 c.c. abbiano natura imperativa, in quanto a presidio dell'interesse dei soci³⁴. Come del resto starebbe a confermare il potere di rinuncia e

TINA, *La rinuncia e la transazione all'azione sociale di responsabilità in mancanza della preventiva delibera assembleare*, in *Giur. Comm.*, 2013, II, 19 ss.

³³ Per l'esame del dibattito sia sufficiente rinviare a A. TINA, *I patti parasociali sull'azione sociale di responsabilità nella recente giurisprudenza di merito*, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, IV, Milano, 2015, 2999 ss.

³⁴ Le argomentazioni sono le seguenti. Posto che la delibera assembleare è per definizione espressione di autonomia individuale, sede in cui si forma l'interesse sociale per la convergenza degli interessi dei singoli soci (sul punto cfr. G. ZANARONE, *Norme imperative e invalidità delle delibere assembleari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 455 ss.), la norma sul conflitto di interessi (art. 2373 c.c.) non può avere natura imperativa. La disposizione risponderebbe in realtà solo a ragioni di tutela delle minoranze, ma nemmeno questo aspetto ne conferma la natura imperativa. Se le regole d'impugnazione delle delibere nella S.p.A. richiedono determinate percentuali di capitale (comma 3), la reazione dell'ordinamento non può darsi come incondizionata. Anche la disciplina dell'azione di responsabilità avrebbe natura dispositiva: la compresenza della legittimazione dei creditori (art. 2394 c.c.) e dei singoli terzi (art. 2395 c.c.) assicura la permanenza di una "forma di pressione" sull'organo amministrativo, garantendo la funzione deterrente della responsabilità e la protezione delle esigenze di tutela dei terzi. Infine nemmeno è frustrata la competenza assembleare a disporre dell'azione, posto che – si ripete – il nudo patto

transazione.

La rigida soluzione (prevalente) di chiusura al patto di rinuncia all'azione sembra trovare un bilanciamento con le aperture della giurisprudenza più recente in tema di esonero non preventivo³⁵. La ricostruzione finisce per identificare il momento della conclusione del patto quale discriminante di validità. Gli è che non può darsi una rinuncia preventiva all'esercizio dell'azione di responsabilità, rispetto cioè a condotte assunte dall'amministratore successivamente alla conclusione dell'accordo. Per converso, la pattuizione stipulata al termine del rapporto amministrativo e relativa ad attività pregresse deve considerarsi valida. Al riguardo, si è osservato che la rinuncia rispetto ad attività pregresse non sarebbe "in contrasto con nessuna delle norme imperative ricavabili dagli artt. 2392 e 2393 c.c.". Va pure detto, nel contesto di una lettura complessiva, che l'autodeterminazione dei soci in tal senso non andrebbe ad incidere sulla funzione di *deterrence* indubbiamente svolta dall'istituto della responsabilità civile degli amministratori. Nei fatti questo indirizzo, che a me pare condivisibile, riduce la distanza del nostro diritto vivente con altri ordinamenti, in cui la possibilità di escludere o limitare la responsabilità dei componenti dell'organo gestorio è da tempo consentita, anche espressamente per via legislativa³⁶.

di per sé non esclude in alcun modo la delibera assembleare sulla responsabilità. La tesi è più compiutamente espressa in cfr. A. PICCIAU, *Sulla validità dei patti parasociali di rinuncia all'azione di responsabilità e di manleva nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2016, 2-3, 282 ss.; A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, 87 ss.

³⁵ Notissimo il precedente del Trib. Roma, sez. III, 28 settembre 2015, n. 19193 con nota di M. CARLIZZI, *I patti parasociali di rinuncia all'azione di responsabilità: una sentenza innovativa ma con qualche ombra*, in *Corr. Giur.*, 10, 2016, 1261 ss.; con nota di A. TINA, *Clausole di garanzia, patti parasociali ed esonero da responsabilità degli amministratori nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 904 ss., in dottrina già cfr. G.A. RESCIO, *Convenzioni di voto: note a margine di recenti provvedimenti*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 122 ss.

³⁶ Si fa riferimento in particolare all'ordinamento statunitense, là dove sia la sec. 102(b)(7) *Delaware General Corporation Law*, sia la sec. 2.02(b)(4) *Revised Model Business Corporation Act* consentono di prevedere nel *certificate of incorporation* l'esonero degli amministratori da responsabilità, con alcune eccezioni, come il dolo e la consapevole negligenza delle proprie responsabilità (equiparabile alla colpa grave). E la maggior parte delle società approfitta di tale opportunità (cfr. KRAAKMAN ET AL., *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, p. 111). In

Le incertezze rimangono. Sta di fatto, peraltro, che in questo contesto variegato il patto di manleva assuma un rilievo progressivamente crescente. Del resto, i dubbi sulla validità della convenzione di rinuncia non si estendono con la stessa intensità alla manleva. Non è dato riscontrare alcun vincolo diretto all'esercizio del voto in assemblea. Il manlevante non assume un obbligo di votare *contro* l'interesse sociale, ma rimane libero nelle sue scelte. Di conseguenza, come è stato correttamente osservato, il voto contrario all'azione di responsabilità da parte del socio sindacato rimane sempre espressione di una scelta libera e consapevole³⁷.

Ancor meno pertinente, poi, si manifesta l'idea di sovrapporre i due istituti dalla prospettiva del risultato perseguito. La manleva realizza una protezione dell'amministratore "a tutto tondo". L'obiettivo è tenere indenne l'amministratore dalle conseguenze patrimoniali connesse all'esercizio di azioni di responsabilità, da chiunque e a qualsiasi titolo esercitate per l'operato pregresso. Compresi i casi – i più frequenti nella prassi – in cui l'azione sia esperita dai creditori, dai sindaci o dal curatore. Molto diverso il perimetro applicativo del patto di rinuncia che, nel concreto, riguarda le sole azioni di titolarità dei futuri soci.

Il vero è che il punto di distanza si coglie, netto, nella sintesi degli interessi che i negozi sono diretti a realizzare, nella diversa essenza

dottrina si vedano almeno F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, cit., p. 105: "*Corporate law provides firms with flexibility in deciding whether to provide indemnification or insurance to managers for expenses incurred in litigation. Firms commonly indemnify or insure corporate officers against litigation expenses and certain type of judgements. This contractual response, which many have criticized, can be explained along the lines we have suggested. Indemnification and insurance allow firms to contract around liability rules when markets are cheaper than courts*". Anche se è opportuno evidenziare che l'autonomia statutaria nella delimitazione dei *fiduciary duties* degli amministratori è tornata recentemente al centro del dibattito dottrinale negli Stati Uniti in riferimento alle *limited partnerships* e alle *limited liability companies*. Per la ricostruzione del dibattito, M. MANESH, *Contractual Freedom under Delaware Alternative Entity Law: Evidence from Publicly Traded LPs and LLCs*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 37, No. 3, 2012, pp. 555-619.

³⁷ L. D'AMBROSIO, *Variazioni sul patto atipico di manleva*, in *Nuova giur. comm.*, 2018, 1, 118, ove con le medesime argomentazioni si distingue anche rispetto ai "patti di rinuncia" fra patti con cui ci si impegna "a non votare l'azione" (leciti) e patti con cui ci si impegna "a votare contro l'azione" (illeciti).

dell'operazione economica. La manleva, si è visto, si colloca al di fuori del rapporto amministrativo, investe fatti pregressi, realizza una funzione indennitaria, non interferisce con la responsabilità degli amministratori. Che le obiezioni che si oppongono al patto di rinuncia si manifestano, in specie, del tutto inconferenti. D'altronde, la manleva non impedisce l'esercizio dell'azione nei confronti dei soggetti manlevati, né li esonera da responsabilità. L'essenza della manleva, in sintesi, si coglie nel trasferimento del rischio connesso alle conseguenze negative derivanti dall'accertamento della responsabilità.

Le conseguenze sono immediate. L'eventuale invalidità del patto di rinuncia non si riflette su quello di manleva, dotato di meritevolezza propria. Né è ipotizzabile un fenomeno di nullità derivata in caso di collegamento, dovendosi propendere per la conservazione contrattuale e il conseguente regime d'invalidità parziale.

Il tema ci conduce, più in generale, a quello delle patologie della manleva che si viene a declinare, nell'esperienza del formante giurisprudenziale, con riferimento alla determinabilità dell'oggetto e al rispetto di talune regole di applicazione generale dettate in tema di assicurazione e fideiussione³⁸. Profili questi che meritano qualche breve considerazione.

³⁸ Pur venendo citate autonomamente possibili cause di nullità del patto di manleva, l'impressione è che comunque non ne venga colta la distanza con il patto di rinuncia all'azione di responsabilità: «la validità in generale degli accordi di manleva riguardanti il risarcimento dei danni da illecito esercizio, da parte degli amministratori di società, dei poteri gestori merita l'ampia analisi (...) dedicata soprattutto considerando i loro effetti su uno strumento – l'azione di responsabilità – che notoriamente non è particolarmente efficace e che il legislatore della riforma ha voluto amplificare (...) ma anche il rapporto con la competenza assembleare nella deliberazione dell'azione e con la rinuncia all'azione», Trib. Milano, 20 dicembre 2013, *cit.*, cfr. anche App. Torino, 27 luglio 2009, in *Dejure*, nonché Trib. Milano, 19 dicembre 1994, in *Gius.*, 1995, 649 ss., con nota di A. CHINÉ, *Promessa di manleva e responsabilità dell'amministratore di società di capitali*, ove l'annotatore conferma la sensazione che la decisione si fondi in realtà sulla presunta inderogabilità della disciplina di responsabilità degli amministratori.

4. Possibili problemi applicativi

a) determinatezza dell'oggetto

La prassi redazionale della contrattualistica offre numerosi esempi di clausole di manleva formulate in modo ampio e generico. E così riecheggia che l'amministratore sarà garantito "rispetto ad ogni onere, responsabilità o conseguenza che dovesse derivare per fatti futuri o pregressi dall'esercizio dell'attività di amministrazione", "rispetto a tutte le conseguenze relative all'assunzione della carica di amministratore", "da ogni responsabilità verso la società i soci o i terzi, per aver il manlevante conosciuto e approvato l'operato dell'amministratore".

La mancata indicazione della condotta imputabile all'amministratore ha sollevato dubbi sulla determinatezza dell'oggetto del contratto.

La prospettiva dell'invalidità della manleva per violazione dell'art. 1346 c.c. risente, senza dubbio, degli orientamenti che si sono consolidati con riguardo al patto di rinuncia all'azione. In effetti, tale convenzione deve determinare in maniera specifica e puntuale le condotte amministrative che costituiscono il presupposto dell'eventuale pretesa risarcitoria oggetto di rinuncia³⁹.

Questa impostazione presenta, marcato, un vizio di fondo. Si tratta, ancora, della tendenza a sovrapporre la cornice contrattuale dei due modelli. Se si accoglie però l'assunto del ragionamento qui proposto, il tema della determinatezza dell'oggetto assume nel contratto di manleva un significato diverso. Ciò che deve essere determinabile è l'attività potenzialmente dannosa e non l'evento in quanto tale⁴⁰. Beninteso: essa va descritta con precisione e circoscritta nel tempo così da consentire all'interprete di determinare l'oggetto *per relationem* e identificare i rischi che le parti hanno inteso trasferire.

³⁹ Trib. Milano, 10 febbraio 2000, con nota di A. TINA, *Insindacabilità nel merito delle scelte gestionali e rinuncia all'azione sociale di responsabilità*, in *Giur. Comm.*, 2001, II, pp. 334 ss.; in dottrina cfr. A. BENAZZO, *Rinuncia e transazione in ordine all'azione sociale di responsabilità*, Padova, 1992, 272 ss.

⁴⁰ Come è stato correttamente osservato, la richiesta della determinazione dello specifico fatto oggetto di copertura implica una sovrapposizione tra il piano della determinabilità e quello dell'aleatorietà. Così, A. PICCIAU, *ult. op. cit.*, 324.

b) il problema dell'importo massimo garantito

Intimamente connessa la questione del tetto massimo garantito. In quest'ambito viene, in particolare, a rilevare il precetto dell'art. 1938 c.c. la cui portata applicativa, secondo un indirizzo prevalente, fuoriesce dal confine della fideiussione. Si tratterebbe cioè di un «principio generale di garanzia e di ordine pubblico economico» applicabile in tutti i casi, tipici o atipici, di garanzia per rapporti futuri⁴¹.

Dubbi peraltro permangono sull'applicazione del precetto alla manleva. D'altra parte, neppure risulta che la disposizione sia a presidio dell'ordine pubblico economico, limitandosi ad ostacolare un possibile comportamento abusivo del creditore che, facendo affidamento sul patrimonio del fideiussore, perseveri nella concessione del credito al debitore principale.

A ben vedere, la manleva non pone un rischio di abuso, là dove si consideri che gli eventi suscettibili di generare l'obbligo risarcitorio si sono già verificati, non potendo così aggravarsi la posizione del mallevante⁴².

c) fatti dolosi o commessi con colpa grave

Un ultimo punto richiede attenzione. Si tratta di definire se la

⁴¹ Noto il caso della lettera di *patronage*. Si veda Cass., 26 gennaio 2010, n. 1520, fra le altre, con nota di A. NIGRO, *La regola dell'“importo massimo garantito” e la svalutazione della peculiarità del patronage*, in *Nuova giur. comm.*, 2010, 762 ss.; con nota di P. CORRIAS, *Garanzie personali atipiche e previsione dell'importo massimo garantito*, in *Rivista giuridica sarda*, 2010, 2, 249 ss., cfr. anche R. CALVO, *Lettere di patronage e abuso: un intervento chiarificatore della Cassazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, 2, 713 ss.

⁴² Di rilievo le riflessioni sul tema di C. ROBUSTELLA, *Lettere di patronage e importo massimo garantito*, in *Riv. dir. priv.*, 2011, 4, 611 ss. che va alle radici della disposizione introdotta per ragioni di trasparenza bancaria. Cfr. anche A. FRANCHI, *Riflessioni sulla manleva*, in *Contratto e Impresa*, 2017, 158 e ss. che distingue tra manleva in forma generica e specifica, escludendo il regime dell'art. 1938 c.c. “nell'ipotesi – pur di difficile applicazione concreta – in cui i rapporti dai quali possa nascere la posizione debitoria siano ben circoscritti o circoscrivibili (o comunque noti al mallevadore)”.

manleva operi anche nelle ipotesi in cui la responsabilità del mallevato sia a lui imputabile a titolo di dolo o colpa grave.

In proposito, il riferimento va alla disciplina dell'assicurazione danni e, in particolare, al principio indennitario. Gli esercizi di qualificazione operati in letteratura (: la manleva è una *species* del *genus* contratto di garanzia, governato dalle regole elaborate in materia assicurativa, cfr. *supra*) portano ad escludere un'estensione della garanzia per fatti dolosi e, salvo patto contrario, commessi con colpa grave. Il riferimento corre all'art. 1917 c.c.⁴³.

Un simile procedere, tuttavia, non può convincere. La ricerca dell'identità del patto esclude un'applicazione meccanicistica dell'articolo richiamato. La copertura assicurativa esclude i fatti dolosi per non inquinare il funzionamento dell'attività, che si basa sulla neutralità dell'evento. Da qui la necessità di non rendere l'evento desiderabile per l'assicurato (dolo) o disincentivarlo dal prendere precauzioni basilari⁴⁴.

È da escludere che questi argomenti possano, di regola, interessare lo schema della manleva. Il patto si riferisce, in linea generale, a fatti pregressi. Il tutto nella piena consapevolezza del manlevante che, nei casi di acquisto della partecipazione di controllo, avrà effettuato una scrupolosa attività di *due diligence*⁴⁵. Posta questa linea, è poi semplice conseguenza, che l'eventuale manleva per un'attività futura sia partecipe alla funzione indennitaria e quindi soggetta all'applicazione del disposto normativo.

⁴³ P. CORRIAS, *Garanzia pura e contratti di rischio.*, cit., 267.

⁴⁴ Cfr. M. MAZZOLA, *Sul concetto di interesse nel contratto di assicurazione: inquadramento teorico e profili applicativi*, in corso di pubblicazione su *Riv. dir. civ.*

⁴⁵ A. PICCIAU, *ult. op. cit.*, 330 s.

L'emissione di titoli di debito (*sukuk*) nei sistemi finanziari islamici. Prospettive e opportunità per il mercato europeo

SOMMARIO: 1. La finanza islamica e la *Shari'a*. – 2. La proibizione del *Riba*. – 3. Le operazioni sul mercato del debito. I *sukuk*. – 4. Le differenti tipologie di *sukuk*. – 5. Gli *standard sukuk* predisposti dall'AAOIFI. – 6. Il mercato globale dei *sukuk*. – 7. I vantaggi derivanti dall'emissione di *sukuk* nel mercato europeo.

1. La finanza islamica e la Shari'a

Sotto il profilo della storia economica, può realmente iniziarsi a parlare di finanza islamica, intesa come sistema finanziario rispettoso dei principi e delle regole rivenienti nelle fonti del diritto islamico solo a partire dagli anni sessanta¹: la diffusione nella popolazione musulmana del 'disagio' per la violazione della *Shari'a* da parte delle banche convenzionali, portò alla nascita dei primi istituti bancari islamici ispirati al sistema delle casse di risparmio europee, temperate tuttavia dal ricorso a metodi diffusi per lo più nelle banche cooperative rurali, sistemi, questi, non lontani dalla pratica del metodo della condivisione dei rischi (*profit-loss sharing*)². La 'svolta'

¹ Per maggiori approfondimenti sia consentito rinviare a T.V. RUSSO, *Finanza Islamica*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Agg., 6, Torino, 2012, 389 ss.; ID., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, Napoli, 2014, ivi ulteriore bibliografia; ID., *Contrattazione Shari'a compliant e meritevolezza degli interessi. Prime riflessioni su un differente approccio al mercato finanziario*, in questa *Rivista*, 12, 2014, 3 ss; A.H. KHALEQ e T.V. RUSSO, *Introducing Islamic Banking in Italy. Challenges and Opportunities to diversify funding sources at a time of a crisis*, in questa *Rivista*, 17, 2014; v., altresì, Y. DELORENZO, *The Religious Foundations of Islamic Finance*, in *Islamic Finance: Innovation and Growth*, a cura di Archer e Karim, London, 2002; E. GIUSTINIANI, *Elementi di finanza islamica*, Torino, 2006; F. CASTRO, *Il modello islamico*, a cura di G.M. Piccinelli, Torino, 2007; R. HAMAUI e M. MAURI, *Economia e finanza islamica. Quando i mercati incontrano il mondo del profeta*, Bologna, 2009; F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica*, in *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, a cura di C. Porzio, Roma, 2009.

² L'esercizio della finanza islamica viene fatta risalire al 1963, quando, in Egitto, venne fondata la Mit Ghamr Savings Bank, poi chiusa nel 1968 su pressione del

petrolifera degli anni settanta ha poi inciso in maniera determinante sulla crescita di un sistema bancario completo che ha consentito lo sviluppo finanziario dell'intero mondo mediorientale proprio intorno alla produzione, raffinazione e commercio del c.d. “oro nero”³.

L’*Islam* non è soltanto un concetto di rilevanza religiosa ma indica lo stile di vita prescritto da Dio (*Allah*) per i suoi seguaci sì da coprire qualunque aspetto dell’esistenza umana, dal matrimonio ai contratti di affari, dal culto alle punizioni, dalla dieta all’abbigliamento⁴. Secondo la prospettiva islamica, la vita di un musulmano, sia individuale che di relazione, è governata da differenti piani di regole che incidono sia su

governo Nasser; con l’ascesa al potere di Sadat, nel 1971, venne creata la Nasser Social Bank; in realtà i primi esperimenti di un sistema bancario islamico possono rinvenirsi in alcune esperienze in Malesia, negli anni quaranta e in Pakistan, verso la fine degli anni cinquanta; non si trattava, tuttavia, di istituzioni riconducibili ad istituzioni bancarie, nel senso moderno del termine. Per un approfondimento in chiave storica, cfr., R. HAMAUI e M. MAURI, *Economia e finanza islamica*, cit., 29 ss., spec., 51; v., pure, R. MILLAR, *Religious Foundations of Islamic Finance*, in AA.VV., *Islamic Finance. A Guide for International Business and Investment*, GMB Publishing, Philadelphia, 2008, 3 ss.

³ La nascita, nel 1975, della Islamic Development Bank in Arabia Saudita ha costituito lo spartiacque di una repentina evoluzione di un sistema al quale l'intero mondo finanziario c.d. convenzionale ha dovuto assistere e con il quale si è dovuto rapportare: da quel momento può ritenersi avviato quel percorso di attività bancaria e finanziaria fedele al Corano che si applica ancora, sia pure con le dovute ‘modernizzazioni’, nel sistema islamico. La richiesta mondiale di petrolio ha costituito un fattore di sviluppo economico che ha inciso in maniera determinante anche sul piano dell'unità politica dei paesi di religione musulmana. Un chiaro segnale emerge dalla costituzione, nel 1969, della *Organisation of Islamic Cooperation* (OIC) che ha, tra i suoi propositi statutari, quello di essere «la voce collettiva del mondo musulmano» nella prospettiva della «salvaguardia degli interessi dei musulmani nello spirito della promozione della pace e dell'armonia internazionale». L'OIC, che comprende 57 nazioni, non necessariamente a maggioranza musulmana della popolazione, ha una sua delegazione permanente presso l'ONU. Nel 1990 ha adottato al Cairo la Dichiarazione dei Diritti Umani nell'Islam. Con la rimodulazione, nel 2008, del suo statuto, l'OIC ha abbandonato di ogni riferimento alla Dichiarazione del Cairo, per aderire alla Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo e al diritto internazionale.

⁴ Il termine *Islam* è riconducibile, letteralmente, al concetto di “sottomissione ad Allah”. Per un approfondimento sulle origini dell'Islam, cfr. G. CAPUTO, *Introduzione al diritto islamico*, Torino, 1990, 13 ss.; G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove. La sponda sud del Mediterraneo*, Roma, 2004, 24 ss., *ivi*, ulteriore bibliografia.

interessi esistenziali sia su interessi più marcatamente patrimoniali⁵. Un primo è riconducibile al concetto di 'Fede' (*Aquidah*) e concerne il piano delle relazioni tra gli esseri umani e *Allah*. Il secondo, invece, riconducibile al concetto di 'Diritto' (*Shari'a*), concerne la secolarizzazione della fede nel campo dei comportamenti terreni e delle azioni quotidiane⁶.

La *Shari'a* individua, nel suo insieme, un corpo *strictu sensu* normativo rivelato da Dio (*Allah*) e integrato dai comportamenti, anche omissivi, del Profeta Maometto quali interpretati dai 'dotti' (*ulama* e *fuqaha*) riconosciuti dalla comunità islamica. In senso più ampio il concetto di *Shari'a* - non limitabile ad un semplice ordinamento giuridico, essendo ampiamente connotato da propositi di carattere morale - esprime l'idea che tutti gli esseri umani, anche coloro che esercitano il potere, siano ispirati da esigenze di giustizia e seguano questa 'strada' quale obiettivo primario della propria esistenza⁷.

⁵ Cfr. A. A'LA MAUDUDI, *The Economy Problem of a Man and its Islamic Solution*, Lahore, 1947, 16.

⁶ Il termine *Shari'a* (originariamente *Shin ra'ayn*) letteralmente, riconduce al significato «La strada che porta al corso d'acqua che non si prosciuga», con riferimento a quel passo coranico nel quale si indica il percorso dei cammelli per abbeverarsi. Nel Corano è dato leggere «Egli ha stabilito per voi, nella religione, la stessa via che aveva raccomandato a Noè, quella che riveliamo a te e che imponemmo ad Abramo, a Mosè e a Gesù: assolvete il culto e non fatene motivo di divisione» [42,13].

⁷ La stessa *Shari'a* viene distinta in due categorie ricostruttive: l'*ibadat*, che concerne il culto e le pratiche religiose e individua, pertanto, obblighi religiosi, non coercibili dinanzi alle corti, e il *muamalat* che riguarda invece le relazioni umane e i rapporti giuridici, sia di natura civilistica che penalistica, oggetto di tutela giudiziaria. Nell'ambito dell'*ibadat* si ricomprendono i c.dd. cinque pilastri dell'Islam: 1) la professione esclusiva della fede islamica (*shahada*); 2) la preghiera quotidiana (*salat*); 3) l'imposta coranica a titolo di assistenza ai poveri (*zakat*); 4) il digiuno (*sawm*) nel mese del *Ramadan*; 5) il pellegrinaggio alla Mecca (*Hajj*), che ogni musulmano che abbia i mezzi economici necessari deve fare almeno una volta nella vita. I principi e le regole riconducibili alla categoria dell'*ibadat* sono immutabili e immanenti alla natura umana e i valori che intendono realizzare possono soltanto essere intuiti dall'uomo; i principi e le regole del *muamalat* invece sono intelligibili e costituiscono un corpo normativo dinamico, in quanto in grado di adattarsi, in chiave evolutiva, ai mutamenti della realtà sociale. Per un approfondimento, v. G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 66 ss.; v., pure, F. CASTRO, *Il modello islamico*, cit., 9 ss.; B. KETTEL, *Introduction to Islamic*

Per indicare la compatibilità di un comportamento, legale o non, con i precetti coranici si utilizza l'espressione *Shari'a compliant*⁸. Si tratta di un concetto di rilevanza primaria, atteso che l'intero sistema di vita, non solo di rilevanza legale, del mondo islamico è basato sulla drastica distinzione tra ciò che è permesso (*Halal*) e ciò che è vietato (*Haram*) dalla legge islamica.

La portata giuridica delle regole religiose comporta che il *Corano*, il testo sacro della religione musulmana, costituisca la fonte primaria del diritto islamico⁹. La rilevanza del Corano è principalmente religiosa e spirituale, più che giuridica, non trattandosi, in ogni caso, di una fonte così come la si intende convenzionalmente; degli oltre seimila versi, solo un decimo può considerarsi fonte giuridica. È composto da 114 *Sure* (capitoli)¹⁰ e, nella parte che interessa i profili

Banking and Finance, Singapore, 2011, 19 ss. V., pure, M.H. KHAMALI, *Shari'ah law: An introduction*, Oxford, 2008, 17, il quale riporta un'ulteriore distinzione dei diritti tra *Haqq Allah (rights of God)* che riguarda i diritti civili della persona e *Haqq Al'Abd (rights of man)* che riguarda i diritti che appartengono ad una comunità nella sua interezza; v., altresì, U. MOGHUL, *Approximating Certainty in Ratiocination: How to Ascertain the 'Illah (Effective Cause) in the Islamic Legal System and How to Determine the Ratio Decidendi in the Anglo-American Common Law*, in *Journal of Islamic Law*, 1999, 141 ss. E' discussa l'esistenza di un sesto pilastro, riconosciuto solo dai giuristi Sciiti: il *jihad*, che indica lo "sforzo", non necessariamente bellico, finalizzato alla diffusione universale del messaggio portato da Maometto su incarico di Allah.

⁸ Per un'analisi, v. Y. DELORENZO, *The Religious Foundations of Islamic Finance*, cit., 9 ss.

⁹ Il Corano (*qa ra 'a*, letteralmente significa recitazione) che rappresenta per i Musulmani la parola di Dio, contiene le rivelazioni che Maometto ha ricevuto nel corso di oltre venti anni (dal 610 al 632 d.C.), in due fasi differenti: la fase meccana (610-622 d.C., dal momento dell'annuncio della missione profetica da parte dell'Arcangelo Gabriele alla data dell'egira) e la fase medinese, maggiormente interessante per i profili giuridico-finanziari (622-632 d.C., dall'egira alla morte). La rivelazione del Corano rimase inizialmente priva di resoconto scritto, in quanto affidata alla sola memoria di Maometto; solo successivamente alcuni dei suoi discepoli annotarono le rivelazioni divine su qualunque superficie avessero a disposizione al momento della dettatura da parte del Profeta. Il Corano, scritto in lingua araba, è considerato intraducibile, in quanto si ritiene che qualsiasi altra lingua diversa da quella di origine potrebbe portare a un differente significato per la presenza di espressioni che non hanno una esatta corrispondenza in un'altra lingua. Ciò comporta il dovere per i musulmani di imparare la lingua araba; il suo studio è obbligatorio anche in quelle nazioni nelle quali non costituisce la lingua madre.

¹⁰ Le *Sure* sono costituite da un numero variabile di versetti (complessivamente

giuridicamente rilevanti, descrive i comportamenti umani in relazione alle indicazioni di Maometto¹¹.

In ordine immediatamente successivo al Corano si colloca la *Sunna*, la tradizione, ossia l'analisi della vita del Profeta Maometto e dei suoi primi seguaci¹²: i comportamenti di Maometto, i suoi consensi, assensi, azioni, silenzi assumono il nome di *Sunna* e, per ciò stesso, costituiscono norme da rispettare. La *Sunna* costituisce,

6236, delle quali almeno 500 contenenti precetti giuridici), in ordine di lunghezza decrescente (ad eccezione della prima). L'ordine cronologico è inverso: le prime sure, riconducibili al periodo medinese, sono le più recenti e contengono la maggior parte dei precetti giuridici, atteso che la Medina costituiva anche una comunità politica. Le Sure meccane, invece, più brevi e meno recenti, sono caratterizzate per lo più da profezie e precetti dalla forte connotazione religiosa.

¹¹ Gli atti vengono classificati in varie categorie: a) gli atti obbligatori (*fard*): si tratta di quei comportamenti non solo moralmente leciti, ma imposti; nell'ambito di tale categoria si distinguono ulteriormente i comportamenti che sono obbligatori per tutti i fedeli (*fard al-'ayn*), quali il digiuno e la preghiera, che devono essere compiuti personalmente, da quelli che devono essere compiuti almeno da un numero sufficiente di fedeli, con dispensa degli altri, (*fard ala' l-kifayah*), quale ad esempio la nomina del capo della comunità; b) gli atti consigliati (*mansùh* o *mustahabb*): si tratta di comportamenti leciti, ma non obbligatori, il compimento dei quali è considerato un atto meritevole di encomio e che troverà ricompensa nell'altra vita; viene ricondotto a questa categoria, il riconoscimento del debito; c) gli atti sconsigliati perchè riprovevoli (*makrùh*): si tratta dei comportamenti vietati, il compimento dei quali, tuttavia, non è punito sul piano religioso; viene incluso in tale categoria il comportamento di chi fa affari durante la preghiera comune del venerdì; d) gli atti proibiti (*haram*): sono tutti quei comportamenti illeciti, il compimento dei quali è punito; rientrano in questa categoria l'usura, l'adulterio, l'incesto; e) gli atti liberamente compiuti (*mubàh*) in quanto leciti (*halàl*): atti indifferenti per la morale e, pertanto, non obbligatori. Si tratta, pertanto, di un concetto di liceità morale, religiosa, non giuridica in senso stretto, atteso che un contratto *halàl* può essere considerato nullo (*batil*) da una corte.

¹² La distinzione tra *Sunniti* e *Sciiti* nasce proprio dalla differente valutazione in merito all'estensione del campo soggettivo di coloro che possono essere considerati, tra i seguaci di Maometto, legittimati a tramandarne in via autentica il comportamento attraverso una *sunna*. Per i Sunniti (oltre il 90% dei musulmani), non può essere considerata una successione di Maometto in qualità di profeta: il Califfo (*Khalifa*) o l'Imam, il suo vicario, è semplicemente il custode dell'eredità del Profeta e viene scelto tra i seguaci. Gli Sciiti, invece, affermano la successione ereditaria nel ruolo di profeta in capo all'Imam, guida spirituale dotato di incontrastata autorità (gli Sciiti sono prevalentemente basati in Iran e Iraq). Gli sciiti ritengono che l'Imam sia infallibile e privo di peccato, mentre i sunniti riservano tali 'qualità' solo ai profeti.

pertanto, una fonte complementare al Corano in grado di svolgere differenti funzioni: confermare quanto stabilito dal Corano (elemosina, pellegrinaggio, digiuno); chiarire i versetti coranici; stabilire regole non presenti nel Corano¹³.

Ad una corretta interpretazione delle norme coraniche dei comportamenti riconducibile ad una Sunna si arriva attraverso la *Fiqh* (originariamente *fa qa ha*, che letteralmente significa comprensione della verità), riconducibile, ma non identificabile, al concetto di giurisprudenza, con l'opportuna precisazione che, come accade in ogni ordinamento di tipo confessionale, da un lato, non vige la regola della territorialità, dall'altro, le norme, avendo natura sacra, non sono modificabili¹⁴.

Tra le fonti non scritte, il diritto islamico annovera l'*Ijma* e il *Qiyas*.

L'*Ijma* (non riconosciuta quale fonte dagli Sciiti) racchiude il consenso della comunità islamica, manifestato dai dotti della comunità

¹³ S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico. Fondamenti, fonti, istituzioni*, Roma, 2008, 184 ss. La narrazione dei comportamenti e azioni (*Hadit*) del Profeta, tramandati prima oralmente e successivamente trascritti, vincola, al pari del Corano, lo stile di vita dei suoi seguaci. Fondamentale rimane la distinzione concettuale e sostanziale tra *Sunna* e *Hadit*, atteso che talvolta, a causa un uso non appropriato dei termini, si tende a confonderne la portata: la *Sunna* include, come detto, i comportamenti di Maometto, i suoi consensi, assensi, azioni, silenzi, mentre l'espressione *Hadit* rinvia semplicemente alla 'narrazione' di questi comportamenti. Gli *hadit*, pertanto, sono parte delle *Sunna*. V., G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 58, i quali riportano una classificazione degli *Hadit* basata sull'affidabilità dei trasmettitori: il *Sahih* è l'*Hadith* perfetto, in quanto non presenta alcun difetto nella ricostruzione della catena di divulgazione; l'*Hasan* è l'*Hadith* buono, con portata normativa, ma non perfetto come il precedente; infine, il *Da'if* è l'*Hadit* debole che non può assumere il connotato di precetto giuridico.

¹⁴ V., sul punto, G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 40 s., i quali sottolineano come il concetto di *Fiqh*, che racchiude norme di derivazione religiosa che regolano gli atti esteriori del musulmano sia nei confronti di Dio che nei rapporti giuridici privati, contenga un *quid pluris* rispetto al tradizionale concetto occidentale di diritto, che ha spinto gli interpreti, talvolta ad equipararne il significato alla definizione romanistica di giurisprudenza, quale «*rerum divinarum atque humanarum notitia*», talvolta a ravvisarne un'analogia con il diritto canonico del *Corpus Iuris Canonici*. Sotto una diversa prospettiva, tesa a ricondurre il concetto di *fiqh* alla identificazione dei diritti e dovere dell'uomo, pur sempre in chiave religiosa, il termine finisce per essere considerato un sinonimo di *Sharī'a*. Per un'analisi più completa, v. S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico*, 44 ss.

musulmana, in merito alle questioni di rilevanza sia prettamente religiosa che legale¹⁵.

Il *Qiyas*, assimilabile al metodo analogico, indica la possibilità di creare una regola giuridica attraverso, appunto, il ricorso ad una regola che disciplina un caso simile¹⁶.

Va infine menzionata la consuetudine (*Urf*), che ha svolto un ruolo di rilevanza determinante al fine di rendere omogeneo il diritto islamico in comunità che presentano differenze notevoli sul piano culturale, ribadita, peraltro, la natura immodificabile delle regole della *Shari'a*¹⁷. Similmente alle consuetudini degli altri ordinamenti, sia pure con alcune caratterizzazioni maggiormente legate alla tradizione, affinché ricorra un *Urf* è necessario che in una comunità vi sia la ricorrenza di un comportamento, costantemente ripetuto nel tempo e accettato come giusto e corretto e, come tale vincolante, dalle persone

¹⁵ Cfr. E. GIUSTINIANI, *Elementi*, cit., 23, il quale segnala come il recente tentativo di estendere la portata di un *Ijma* al più ampio concetto di 'opinione pubblica' sia stato avversato con successo dalla dottrina tradizionalista; v., pure, C.A. NALLINO, *Ijma*, in *Nuovo dig. it.*, VI, 1938, 655 ss., il quale sottolinea il grado di infallibilità del consenso dei fedeli. Secondo l'opinione degli studiosi più accreditati, affinché possa ritenersi valido e vincolante un *Ijma* è necessaria la ricorrenza di alcuni requisiti: che vi sia una pluralità di dotti (*mujttahidun*) nella comunità nella quale si richiede la sua applicazione; che non vi sia il dissenso di nessuno di questi in merito alla sua portata; che l'accordo unanime sia dimostrabile attraverso la loro opinione espressa, sia verbalmente che per iscritto, ad esempio attraverso una *fatwa*; in tal senso, M. A. LALDIN, *Introduction to Shari'ah & Islamic Jurisprudence*, Kuala Lampur, 2^aed., 2008, 94.

¹⁶ Cfr. C.A. NALLINO, *Quiyas*, in *Nuov dig. it.*, X, 1933, 1015 ss. L'ammissibilità del metodo analogico è fortemente controversa tra gli studiosi del diritto islamico e, in particolare, nelle scuole giuridiche, che costituiscono i garanti dell'applicazione corretta della *Shari'a*. In particolare le scuole più tradizionaliste, quali le scuole sciite, studiano il Corano come un corpo normativo completo suscettibile solo di interpretazione ma non anche di analogia. In ogni caso, per gli interpreti di estrazione sunnita l'analogia non può mai assumere il medesimo valore precettivo delle altre fonti, salvo che su di essa si formi il consenso della comunità, sì da trasformare una singola interpretazione analogica in *Ijma*.

¹⁷ V. G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 64, i quali precisano che la *Urf* non vada confusa con la *Sunna* (anch'essa avente natura consuetudinaria): quest'ultima, infatti, riassume i comportamenti di Maometto, mentre l'*Urf* attiene a comportamenti diffusi su base locale e non può mai essere in contrasto con le altre fonti del diritto islamico.

sagge¹⁸.

Accanto alle fonti del diritto nel senso tradizionalmente inteso, la tradizione musulmana riconosce un ruolo decisivo all'*Ijtihad*, ossia il potere interpretativo che viene attribuito ad alcune personalità (*Mujtahid*) alle quali viene riconosciuto il ruolo di guida. Il *Mujtahid* non crea nuove norme ma interpreta in maniera autentica il Corano e la Sunna identificando la regola del caso concreto, nell'interesse generale¹⁹.

Una specificazione dell'*Ijtihad* è la *fatwa*, una decisione religiosa conforme al diritto musulmano, che spetta al *Mufti*, un esperto di diritto islamico, consultato da parte di privati o organismi collettivi per conoscere il comportamento da assumere per essere *compliant* con la religione e il diritto musulmano²⁰. Gli stessi Stati ricorrono ai *mufti* per avere una loro *fatwa* prima di promulgare una legge. Anche i tribunali ricorrono ai *mufti* per avere una loro pronuncia in relazione ad un processo.

La immanente necessità di procedere all'interpretazione delle fonti

¹⁸ Cfr. A. AL AYNAN BADRAN, *Usul al-Fiqh, al-Islami*, Cairo, 1965, 224.

¹⁹ *Ijtihad* letteralmente significa "produzione di uno sforzo"; v. S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico*, 219 ss., il quale precisa come l'espressione indichi «l'azione di tendere tutte le forze del proprio spirito fino al loro limite esterno, per penetrare il significato intimo della *Shari'ah* (il Corano e la Sunnah) e dedurne una norma congetturale applicabile al caso concreto da risolvere». Per poter assumere il ruolo di *Mujtahid*, non riservato ai soli uomini, occorre godere di alcuni requisiti il riscontro dei quali è decisamente rigoroso, tra i quali: la maggiore età, l'equità in senso religioso, la perfetta conoscenza dei versetti coranici e la loro interpretazione, la conoscenza della vita e delle tradizioni di Maometto, la conoscenza della disciplina dell'abrogazione, delle scienze giuridiche, delle opinioni dei dotti già espresse, della lingua araba. Il potere interpretativo del *Mujtahid* varia in relazione alle circostanze: se il suo intervento è richiesto in merito ad una vicenda regolata da una norma chiara, il *Mujtahid* non può ricorrere all'*ijtihad*, così come non può farlo laddove altri *Mujtahid* si siano espressi unanimemente; può invece esprimersi se la regola ritenuta applicabile si presta a differenti interpretazioni, ovvero laddove non esista una norma da applicare al caso concreto. La rilevanza del ruolo del *Mujtahid* emerge soprattutto nelle ipotesi nelle quali sia necessario il ricorso all'interpretazione analogica (*Qiyas*). Laddove il *Mujtahid* sia un giudice, si ritiene che non sia consentito contraddire al parere da lui espresso.

²⁰ S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico*, 235, precisa che «Per il credente che vuole vivere in conformità con la sua religione, chiedere una *fatwa* ad un *mufti* è un obbligo morale, con implicazioni a volte giuridiche rispetto ai terzi».

del diritto islamico, compiuta ad opera dei dotti, i c.dd. *Ulama*²¹, in uno con le differenti tradizioni storico-culturali dei territori nei quali ha trovato riscontro la religione islamica, ha comportato la nascita di scuole di pensiero giuridico (*Madhhab*), specie nel mondo sunnita, ma anche in quello sciita²². I contrasti interpretativi tra differenti scuole, ma anche tra appartenenti alla medesima scuola ha da sempre costituito un problema per il mondo musulmano che, negli ultimi due secoli, ha iniziato ad approcciarsi al fenomeno della codificazione nella prospettiva del superamento delle cennate divisioni tra scuole²³.

Le operazioni finanziarie non sono sottratte all'obbligo del rispetto dei principi sciaratici e, correlativamente, a quello di non incorrere in comportamenti considerati *Haram*, proibiti dalle fonti del diritto. Per tale motivo si è affermato che la finanza islamica, più che essere modellata dalle esperienze della prassi e dagli interventi tradizionali della giurisprudenza, è una industria guidata dalle proibizioni (*prohibition-driven industry*)²⁴.

Nel sistema finanziario islamico, l'efficienza, pur avendo una rilevanza determinante nell'analisi degli strumenti finanziari, rimane subordinata alla conformità dei principi etico-religiosi, sì che un'operazione economico-finanziaria maggiormente complessa e maggiormente onerosa, anche sul piano fiscale, ma in grado di realizzare i principi della *Shari'a*, non solo deve essere preferita ad un'operazione maggiormente efficiente in termini economici, ma, in alcuni casi, è l'unica percorribile. Autorevoli studiosi hanno indicato nell'adeguatezza e nell'ordine pubblico gli obiettivi del sistema economico islamico, nella prospettiva della realizzazione dei bisogni primari della persona²⁵.

²¹ Gli *ulama* (al singolare *'ilm*) sono coloro che studiano la *Shari'a*, mentre i *fuqaha'* (al singolare *faqih*) sono coloro che si occupano allo studio del *fiqh*.

²² Non è esclusa l'adesione a due scuole, una, con riguardo ai profili giuridici, frutto non di una scelta autonoma, ma di chi è al potere, l'altra, per gli aspetti culturali, la cui scelta invece è rimessa al singolo individuo.

²³ Per un'indagine esaustiva dell'evoluzione storica e territoriale del processo di codificazione nel mondo arabo, v. F. CASTRO, *Il modello islamico*, cit., 87 ss.

²⁴ M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance. Law, Economics and Practice*, New York, 2009, 8.

²⁵ I. AL-TAHAWI, *Islamic Economics. A School of Thought and a System. A Comparative Study*, Qahirah, 1974; anche negli studi teologici si ritrovano le medesime considerazioni sul tessuto economico e sugli obiettivi della finanza: cfr.

L'adeguata allocazione delle risorse, in una prospettiva tuttavia non comandata dalle sole leggi dell'efficienza economica, costituisce la chiave di lettura degli strumenti della finanza islamica che, forse, ha scoperto, prima dei sistemi economici occidentali, quella che il sistema economico contemporaneo definisce finanza etica²⁶.

Uno tra i più eminenti studiosi della finanza islamica ha sottolineato come l'economia islamica, non avulsa dal perseguimento degli obiettivi del profitto e della proprietà privata, sia soggetta, a differenza del sistema capitalistico tradizionale, ad alcune significative restrizioni di imposizione 'divina' che, in quanto tali, non possono essere modificate dall'autorità umana; secondo tale prospettiva la natura etico-divina delle proibizioni che governano la finanza islamica è in grado di assicurare contemporaneamente la circolazione della ricchezza, una giustizia distributiva e una parità di opportunità²⁷.

M.S. ABUL A'LA, *Economics of Islam*, Islamic Publications, Lahore, 1969, il quale, tuttavia, arriva a conclusioni molto 'forti' in merito all'uso potere coercitivo per ristabilire una giustizia economica che deve essere connotata da un forte senso morale.

²⁶ Si è affermato, da parte di alcuni studiosi autorevoli, che il sistema economico occidentale, in base al quale il capitalismo, anche in assenza di regole etiche, sia in grado di auto-correggere i processi economici al fine della massima soddisfazione degli interessi umani, sia stato fallimentare sino ad essere la causa sufficiente per una crisi economica imponente; in tal senso, v. M. AHMAD, *Economics of Islam. A comparative study*, Lahore, 1972. V., pure, l'attenta analisi di R.N. KAYED, M. MAHLKNECHT e M.H. HASSAN, *The Current Financial Market Crisis: Lessons Learned, Risks and Strengths of Islamic Capital Markets Compared to the Conventional System*, in M.H. HASSAN e M. MAHLKNECHT, a cura di, *Islamic capital markets. Products and Strategies*, Singapore, 2011, 613 ss. E' significativo come proprio sulle pagine dell'Osservatore Romano, il quotidiano ufficiale della Città del Vaticano, sia apparso, il 4 marzo 2009, un articolo, a firma di Loretta Napoleoni e di Claudia Segre, dal titolo: *Dalla finanza islamica proposte e idee per l'Occidente in crisi*, ove si afferma che «L'individualismo all'interno dell'islam è sconosciuto, perché è completamente estraneo alle culture tribali. L'islam è radicato nei valori tribali tradizionali quali il forte sentimento di appartenenza e l'obbligo di aiutare gli amici nel bisogno, così come l'accettazione dell'autorità dei capi religiosi. Questi sono i valori che gli eruditi della shar'ia hanno trapiantato nell'economia islamica»; nell'articolo si legge altresì che «la finanza islamica potrà contribuire alla rifondazione di nuove regole per la finanza occidentale, visto che stiamo affrontando una crisi che, superati gli iniziali problemi sulla liquidità, ora è divenuta eminentemente una crisi di fiducia verso il sistema».

²⁷ M.T. USMANI, *An introduction to Islamic Finance*, Karachi, 1998, 11. In una prospettiva di ravvicinamento delle pratiche commerciali si assiste, in questi anni, al

Sotto una diversa prospettiva, può affermarsi che le relazioni commerciali, nel mondo islamico, non sono governate esclusivamente dai principi del diritto dei contratti, ma anche da regole di comportamento basate sul primato delle relazioni interpersonali²⁸.

L'aspirazione etica degli scambi commerciali e finanziari, in uno con la necessità che questi siano in grado di produrre un mutuo beneficio per tutte le parti del contratto, enfatizza il principio in forza del quale la finanza islamica sia ispirata dalla condivisione del rischio tra le parti del rapporto finanziario. Si discorre di *Profit-Loss sharing* a significare che il finanziatore, a differenza di quanto accade nella finanza c.d. convenzionale, non si limita all'attività di concessione del credito ma partecipa al rischio d'impresa della soggettività finanziata nella prospettiva della condivisione degli utili e delle perdite, unica modalità di profitto consentita dal Corano all'attività di finanziamento.

La condivisione del rischio costituisce il risultato ideale attraverso il quale le forme di cooperazione devono aspirare. Si è ritenuto che

sempre più diffuso (e accettato) fenomeno di "purificazione", nell'ottica della identificazione di limiti di tolleranza nonché di strumenti per rendere consentite attività astrattamente proibite. Ad esempio, al fine di stabilire se una società o altra istituzione sia coinvolta nell'esercizio di attività proibite (alcohol, scommesse, tabacco, interessi, etc.), si è ritenuto di poter fissare un livello di tolleranza pari al 5%, al di sotto del quale l'operazione può considerarsi *Shari'a compliant*. Ai fini della c.d. purificazione, i profitti derivanti da queste attività andranno devoluti con finalità caritatevoli. Con riferimento, invece, ai mercati finanziari, si ritiene che il rapporto tra indebitamento e capitale debba essere non superiore al 33%, la liquidità non superiore al 50% e i profitti derivanti da interessi non superiori al 5%. Per un approfondimento, anche in merito alle metodologie utilizzate per la valutazione di compatibilità, v. I. ASARIA, *Screening and Purification Criteria: Shari'a Application to Investment*, in AA.VV., *Islamic Finance. A Guide for International Business*, cit., 125 ss.; B. KETTEL, *Introduction to Islamic Banking*, cit., 53.

²⁸ Cfr., sul punto, le interessanti riflessioni di A. AL-RAMAHI, *Sulh: A Crucial Part of Islamic Arbitration*, in LSE Law, Society and Economy Working papers 12/2008, www.lse.ac.uk/collections/law/wps/wps.htm, il quale sostiene che «Arab commercial relationship are "relational" in the same sense that western commercial relationship are "legal"». Aggiunge che «The maintenance of relationships and the restoration of harmony is a duty on all members of the group as well as the third party intervener, whether he be a judge (a *qadi*), an arbitrator (a *hakam*) or a conciliator. Therefore, collective interests and *sulh* (amicable settlement) are the cores of any dispute resolution system in Islam in order to maintain the ties of family, brotherhood, and community».

tale approccio ‘democratico’ della finanza sia l’unico in grado di realizzare il precetto coranico di non far gravare i rischi della società su di una sola classe sociale²⁹.

La finanza islamica, almeno teoricamente, sembra rifuggire dai fenomeni di trasferimento totale del rischio o di impermeabilità al rischio che caratterizzano la finanza convenzionale.

Il sistema occidentale del trasferimento dei rischi, in uno con l’utilizzo di strumenti finanziari altamente speculativi, privi di un *asset* sottostante reale, si presta ad essere considerato strutturalmente instabile e quindi, se da un lato aperto a fenomeni di incremento significativo, dall’altro facilmente esposto a fenomeni di *default* di natura devastante. Un sistema economico eccessivamente basato su transazioni aventi ad oggetto strumenti di debito altamente speculativi, nonché sull’uso della stessa ‘moneta’ quale bene avente valore di mercato, ha dimostrato tutta la sua fragilità di fronte ad eventi di *default* che, a causa di trasferimenti a catena del rischio, generano un effetto-domino difficile se non impossibile da arrestare. Secondo questa chiave di lettura, sia pure superficiale, l’approccio della finanza islamica ha dimostrato di essere meno rischioso in chiave macroeconomica e maggiormente protettivo sul piano sociale.

2. La proibizione del Riba

La più rilevante, ma anche più nota, proibizione che governa la finanza islamica è certamente quella sintetizzata nel concetto di *Riba*: la traduzione letterale del sostantivo arabo richiama concetti quali ‘aumento’, ‘accrescimento’, ‘surplus’, ma viene solitamente associato al concetto di ‘interesse’ o di ‘usura’³⁰. Non è appropriato non solo

²⁹ Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction to Islamic Finance. Theory and Practice*, Wiley, Singapore, 2^a ed., 2011, 157, i quali condividono l’osservazione secondo la quale la recente crisi finanziaria globale, lontana dal perseguimento di un metodo di condivisione dei rischi, abbia invece portato ad una privatizzazione dei profitti in uno con una socializzazione delle perdite; in tal senso, A. SHENG, *From Asian to Global Financial Crisis. An Asian Regulator’s View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, New York, 2009, 375 ss.

³⁰ La proibizione del *riba* è presente in molte sure del Corano: «*Quel che voi prestate ad usura perché aumenti sui beni degli altri, non aumenterà presso Dio. Ma quel che date in elemosina, bramosi del volto di Dio, quello vi sarà raddoppiato*» (30: 39); «*Coloro che praticano l’usura, il dì della Resurrezione*

identificare il *Riba* con l'usura, ma anche con il concetto di interesse, atteso che la valutazione non avviene esclusivamente in termini di valuta rilevando invece la qualità delle merci utilizzate per lo scambio³¹. Appare più corretto intendere la proibizione del *Riba* nella prospettiva del disvalore di ogni forma di ingiustificato arricchimento.

Nelle transazioni finanziarie, costituisce pertanto *Riba* il 'corrispettivo' in interessi che il soggetto finanziato deve corrispondere al finanziatore, oltre al rimborso della somma concessa in prestito, quale condizione per lo stesso finanziamento ovvero per l'estensione della sua durata³².

Si tratta, all'evidenza, di una regola che segna la più significativa tra le differenze tra il sistema della finanza c.d. convenzionale (occidentale), caratterizzata da un approccio *interest based*, e la finanza islamica, caratterizzata invece da un approccio *asset based*.

Di là dalla radice religiosa³³, la radice 'ideologico-economica' dei

sorgeran dai sepolcri come chi è reso epilettico dal contatto di Satana. Questo perché essi hanno detto: la compravendita è come l'usura. Ma Dio ha permesso la compravendita e ha proibito l'usura.» (2: 275).

³¹ Cfr., sul punto, M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance*, cit., 51 s.

³² Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 97.

³³ Può forse affermarsi che la religione musulmana sia rimasta maggiormente fedele agli insegnamenti di Mosè. La proibizione degli 'interessi' nelle transazioni finanziarie, infatti, è prevista, non solo dal Corano, ma anche dalla Torah, il libro sacro per la religione ebraica, dalla Bibbia, dai testi induisti e buddhisti (che vedevano la pratica con disprezzo). Nel libro dell'Esodo (che è il secondo libro sia della Torah ebraica che della Bibbia cristiana) si legge: «*se tu presti denaro a qualcuno del mio popolo, all'indigente che sta con te, non ti comporterai con lui da usuraio: voi non dovete imporgli alcun interesse*» (Esodo, XXII, 24-26). In realtà, nella Torah, la proibizione degli interessi concerne esclusivamente le transazioni tra ebrei, mentre gli ebrei sono autorizzati ad intraprendere rapporti *interest based* con gli appartenenti a religioni differenti. Nel Deuteronomio (quinto libro della Torah - 23,20-21) si legge: «*Non presterai ad usura denaro, grano o qualsiasi cosa al tuo fratello, Allo straniero potrai prestare ad interesse, ma non a tuo fratello*». Nella Bibbia (Ezechiele, 18) si legge che «*Se uno è giusto e osserva il diritto e la giustizia [...], restituisce il pegno al debitore [...] non presta a usura e non esige interesse [...] egli è giusto ed egli vivrà, parola del Signore Dio [...]* Ma se presta ad usura ed esige gli interessi, egli non vivrà; poiché ha commesso queste azioni abominevoli, costui morirà e dovrà a se stesso la propria morte». Nel Nuovo Testamento (Luca, 6, 34-35) si legge: «*E se prestate a coloro dai quali sperate di ricevere, quale merito ne avete? Anche i peccatori prestano ai peccatori per ricevere altrettanto. Al contrario, continuate ad amare i vostri nemici e a fare il*

differenti approcci alla finanza sta tutta nel diverso valore dato alla moneta nei due sistemi: in quello occidentale-convenzionale la moneta non è considerata solo come mezzo di scambio o di misura del valore di un bene oggetto di una transazione, ma soprattutto come un “bene” *in re ipsa*, un vero e proprio *asset* in grado di generare esso stesso ricchezza attraverso, appunto, gli interessi³⁴.

bene e a prestare, senza sperare nulla in cambio». La proibizione della pratica degli interessi, nella storia antica, era condivisa dalla religione e della filosofia. Può invero risalirsi al pensiero di Aristotele, pertanto al IV secolo a.C., per leggere considerazioni di condanna alla pratica degli interessi, valutati quali ‘guadagni innaturali’ atteso che il finanziatore ricava un utile, un guadagno senza aver svolto alcun lavoro, ma per il fatto stesso di aver prestato del denaro. Noto il pensiero aristotelico nell’*Etica Nicomachea*: *Nummus nummum parere non potest*. Aristotele, infatti, riteneva che ci fossero solo tre modi per ricavare un profitto dalle transazioni commerciali: a) attraverso il ‘commercio in natura’, ossia il semplice scambio di beni essenziali (scambio di vestiti con cibo); b) attraverso lo scambio di beni essenziali con il denaro; c) attraverso il ‘commercio innaturale’ nel quale il denaro stesso viene considerato come ‘bene’ oggetto di commercio. Nel diritto romano, la c.d. *Lex Genucia* (340 a.C.) vietava espressamente l’usura e il prestito con interessi. Per una ricostruzione critica in chiave storica, v. U. SANTARELLI, *Le premesse lontane: dal povero al mercante*, in *La banca islamica e la disciplina bancaria europea* a cura di Gimigliano e Rotondo, Milano, 2006, 1 ss. Alcuni studiosi hanno ritenuto che il superamento di tali principi comuni di tutte le religioni, condivisi dal pensiero filosofico, sia da ascrivere a varie ragioni, tra le quali: lo spirito materialista che ha dominato nel pensiero dei primi commercianti cristiani, che hanno ritenuto di separare il piano religioso da quello economico-finanziario, sì che ciò che è proibito dalla religione non necessariamente deve essere proibito nel commercio; dall’influenza di importanti studiosi dell’economia, quale Adam Smith, il quale riteneva che la previsione di un ‘basso’ tasso di interesse nelle operazioni di finanziamento fosse utile all’economia in quanto in grado di incoraggiare i soggetti che possedevano denaro a prestare i loro risparmi a coloro che ne avessero bisogno; infine, sempre secondo tale lettura, un ruolo determinante sarebbe stato svolto dai commercianti ebrei, che hanno svolto un ruolo dominante nella storia economica, autorizzati a praticare gli interessi con i non ebrei; in tal senso, D. VICARY ABDULLAH e K. CHEE, *Islamic Finance. Why it makes sense*, Singapore, 2010, 47 s. In realtà, nel mondo cristiano, nei Concili di Lione (1274) e di Vienna (1331) vennero accolti gli insegnamenti di Tommaso d’Aquino, uno dei Padri del pensiero filosofico cristiano, e si affermò che, essendo il ‘tempo’ un bene comune, bisognasse condannare la riscossione degli interessi a fronte della concessione di un mutuo.

³⁴ Suscitano sempre grande interesse le riflessioni, in materia di interessi, di Adam Smith, il quale, pur non condannandone la pratica, connaturata all’uso del capitale («un capitale prestato a interesse può essere considerato come un trasferimento dal mutuante al mutuatario di una certa considerevole porzione del

Nel sistema giuridico-finanziario islamico la moneta è solo un mezzo di scambio e non può costituire un *asset* di per se³⁵.

La previsione degli interessi è considerata iniqua nonché fondata sullo sfruttamento di una situazione di bisogno³⁶. I rapporti tra le parti di un contratto devono essere ispirati dalla condivisione del rischio e, pertanto, da un coinvolgimento di entrambe le parti del rapporto nei

prodotto annuale; a condizione che il mutuatario in cambio passi annualmente al mutuante, per tutta la durata del prestito, una porzione più piccola detta interesse; e alla fine del prestito, una porzione altrettanto grande quanto quella inizialmente a lui trasferita, detta rimborso»), sottolineava come nei paesi nei quali vi fosse il divieto degli interessi, l'usura, anziché essere impedita fosse aumentata, «essendo il debitore costretto a pagare non soltanto l'uso del denaro ma anche il rischio che il suo creditore corre accettando un compenso per quell'uso». L'illustre economista riteneva che l'interesse legale dovesse essere sì limitato, «per evitare l'estorsione dell'usura», ma comunque dovesse «essere sempre un po' più elevato del prezzo minimo di mercato, cioè del saggio normalmente corrisposto per l'uso del denaro da coloro che possono offrire la garanzia più indubbia»; cfr. A. SMITH, *La ricchezza delle nazioni*, 1776, trad. it. a cura di A. e T. Biagiotti, Milano, 2006, 473 ss. Sono altresì note le critiche al pensiero smithiano mosse da R. POSNER, *Economic Analysis of the Law*, Boston, 1992, 23 ss., il quale ritiene che la limitazione dei tassi di interesse sia paternalistica e riduttiva dell'efficienza economica.

³⁵ Per un'attenta ricostruzione del ruolo della moneta nel diritto italiano, v. la completa analisi di M. SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, 2008, 35 ss. Fondamentali rimangono gli studi di T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1959, *passim*, spec., 67 ss.; cfr., pure, G. STAMMATI, *Moneta*, in *Enc. dir.*, XXVI, Milano, 1976, 470 ss.; B. INZITARI, *La moneta*, in *Tratt. dir. comm.* Galgano, VI, Padova, 1986; ID., *Le funzioni giuridiche del denaro nella società contemporanea*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 694 ss. La natura della moneta quale mezzo di scambio è presente nelle riflessioni di G. SCADUTO, *I debiti pecuniari e il deprezzamento monetario*, Milano, 1924, 16 ss., il quale faceva proprie alcune riflessioni già presenti nella dottrina tedesca, v. M. WOLFF, *Das Geld*, in *Ehrenberg. Handbuch des ges. H.R.*, IV, I, 637.

³⁶ Senza voler banalizzare eccessivamente il concetto, si ritiene che il guadagno derivante dalla corresponsione di interessi da parte del soggetto finanziato comporti che il denaro di quest'ultimo venga acquistato senza nulla in cambio e pertanto non sia in grado di realizzare quella mutua cooperazione che invece deve muovere le intenzioni di finanziatore e finanziato. V., sul punto B. KETTEL, *Introduction to Islamic Banking*, cit., 82 ss., il quale indica le cinque ragioni che giustificano la proibizione degli interessi: 1) sono ingiusti; 2) producono fenomeni di corruzione della società; 3) comportano una ingiustificata appropriazione della proprietà di altre persone; 4) sono il risultato di uno sviluppo economico negativo; 5) incidono negativamente sulla personalità umana.

profitti e nelle perdite (*Profit Loss Sharing*). Nei sistemi finanziari convenzionali, fortemente segnati dalle operazioni sul debito, i rischi e i profitti sono ripartiti in maniera asimmetrica, lasciando i primi quasi interamente 'sulle spalle' del debitore. Si tratta, all'evidenza, di un sistema che tende a promuovere fenomeni di *moral hazard* e informazioni asimmetriche.

Il *Riba* può derivare da un debito in senso stretto ovvero da una transazione commerciale³⁷.

Può pertanto affermarsi che, nel sistema finanziario islamico, non solo la moneta non costituisce un *asset* suscettibile di transazione commerciale, ma allo stesso fattore tempo non viene riconosciuto valore finanziario³⁸.

³⁷ La distinzione maggiormente riconosciuta è tuttavia quella tra *Riba al-nasi'a* e *Riba al-fadl*. Il *Riba al-nasi'a*, che costituiva l'ipotesi più diffusa nel mondo pre-islamico, racchiude in sé tutte le ipotesi di usi commerciali in forza dei quali, a seguito del mancato adempimento tempestivo di un debito, il creditore imponeva un incremento della somma dovuta per la mora (*Riba arising from Debt*). La proibizione si estende a qualsiasi previsione negoziale anticipata di un interesse, ovvero di un premio, sulla somma data in prestito, non solo quale corrispettivo per il ritardo, ma anche quale corrispettivo per la mera concessione del prestito. È rimasta minoritaria la tesi secondo la quale la proibizione del *Riba* concerna solo l'ipotesi di *Riba al-nasi'a*, in quanto l'unica riferita alla rilevanza del fattore tempo come giustificazione degli interessi. Il *Riba al-fadl*, riconducibile sostanzialmente alle ipotesi di *Riba buyun*, ossia agli interessi derivanti dagli scambi tra beni (*Riba arising from sales*), riguarda le transazioni nelle quali lo scambio di beni non è alla pari. La proibizione deriva dalle stesse parole del Profeta che indicava la strada del commercio attraverso lo scambio merci/denaro piuttosto che lo scambio tipico del baratto, potendo quest'ultimo generare differenze significative tra le differenti qualità dei beni scambiati in grado di realizzare un vantaggio ingiusto.

³⁸ Lo sottolinea F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica*, in *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, a cura di C. Porzio, Roma, 2009, 23. *Contra*, Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 103. Si è ritenuto che per potersi parlare di *Riba* occorra che si realizzino quattro condizioni: 1) che il tasso di interesse sia positivo e determinato *ex ante*; 2) che sia strettamente legato alla durata del prestito e al suo ammontare; 3) che il suo pagamento sia garantito a prescindere dalla realizzazione dei propositi che il soggetto finanziato intende raggiungere con la somma concessa in prestito; 4) che l'apparato statale garantisca la sua riscossione, anche in via coattiva; cfr. Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 98. Il divieto della previsione di interessi, sia moratori, sia compensativi, sia corrispettivi, imposto dal diritto islamico concerne sia i finanziamenti alle attività di impresa, sia i finanziamenti al consumo. La condanna di Maometto alle pratiche finanziarie *riba based* diffuse nei mercati

Ci si è chiesti se il divieto di *Riba* portato dal Corano sia da considerare limitato ai soli interessi usurari (nel senso moderno del termine), ovvero vada esteso a qualsivoglia pattuizione di interessi³⁹. Gli studiosi più autorevoli non hanno dubbi in merito alla portata generale del divieto di *Riba*, da intendersi, pertanto, riferito a tutte le pattuizioni, a prescindere dal loro ammontare percentuale⁴⁰.

mediorientali (nella stessa comunità della Mecca) concerneva non solo i piccoli prestiti, quanto e soprattutto i prestiti di natura commerciale, sì che venne raggiunto un patto con gli imprenditori locali per la sostituzione del metodo del finanziamento *riba based* con accordi di partnership tra finanziatori e imprenditori.

³⁹ In realtà, lo stesso Corano sembra non aiutare alla risoluzione del problema, atteso che in alcune Sure si fa riferimento alla condanna di Maometto a quelle pratiche commerciali in forza delle quali si imponevano interessi pari al ‘doppio’ o al ‘quadruplo’ della somma finanziata (3:130), mentre in altre non viene posta alcuna distinzione tra interessi eccessivi e interessi ragionevoli, ma si indica che il divieto di *riba* sia basato sulla sua sostanziale ingiustizia (2:275-81; 3:130-2; 4:161, 30:39).

⁴⁰ Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 100. In tal senso v., pure, le conclusioni raggiunte dal Pakistan Council of Islamic Ideology nel 1980. Un’ulteriore questione concerne infine l’incidenza sul rapporto di finanziamento di fenomeni macroeconomici quali l’inflazione o la deflazione: ci si è chiesti, in sostanza, se la previsione di un adeguamento della somma da rimborsare alla fluttuazione del potere di acquisto della moneta comporti ricorrenza di *Riba*, ovvero se il principio nominalistico sia l’unico rispettoso dei precetti coranici. Per il diritto finanziario islamico, l’indicizzazione di un’obbligazione al tasso di inflazione è giustificabile per le retribuzioni, i salari, le pensioni e simili, ma non è consentita con riferimento ad un *asset* finanziario. Pur in presenza di alcune interpretazioni tese a ritenere che il concetto islamico di giustizia consenta un meccanismo finanziario di compensazione dei crediti derivanti da un finanziamento senza interessi, in presenza di oscillazioni del potere di acquisto della moneta, la maggioranza degli studiosi afferma l’assolutezza del divieto di *Riba*, in forza di un’interpretazione letterale dei versi del Corano (2:275) nei quali si parla di ‘protezione’ del solo ammontare nominale del prestito: ciò comporta il divieto di qualsivoglia ‘rimodulazione’ dell’ammontare del debito basata su modifica sopravvenuta della valuta per il pagamento, indicizzazione per inflazione o deflazione, ovvero modifica dell’unità monetaria; cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 101, i quali fanno rilevare che il prestito di denaro costituisca una transazione in valuta simile ad uno scambio di beni, sì che alcun meccanismo compensativo è ammissibile per il deprezzamento del valor di acquisto della moneta. Da parte degli studiosi maggiormente rigidi nell’estensione del divieto di *Riba* si ritiene che sia irragionevole e ingiustificato porre in capo al soggetto finanziato l’intero rischio della perdita dovuta alla fluttuazione del potere di acquisto della moneta. In tale prospettiva, l’obiettivo non deve essere tanto quello di trovare meccanismi

Accanto alla proibizione del *Riba*, il sistema finanziario islamico è condizionato dalla proibizione del *Gharar*, tradizionalmente ricondotto al concetto di ‘eccessiva incertezza’. L’incertezza proibita dal Corano deve essere intesa quale risultato dei processi di informazione o di reciproco controllo che legano le parti di un contratto. Con riferimento alle transazioni finanziarie, la carenza di informazione può generare fenomeni di *moral hazard* da parte del soggetto finanziato che potrebbe investire le somme prese a prestito in settori *haram*, ovvero in attività in grado di causare una’alta probabilità di *default*⁴¹.

L’ambito applicativo della proibizione ha creato notevole interesse da parte degli studiosi, ma anche degli operatori finanziari, atteso che, a differenza della proibizione del *Riba*, in questo caso il divieto non è assoluto, nel senso che il limite concerne soltanto l’incertezza ‘assoluta’, *Gharar Fahish (major Gharar)*, ossia quelle transazioni nelle quali l’assenza di controllo del rischio dell’operazione sfocia nella speculazione o nell’azzardo.

La *ratio* della proibizione è quella di scongiurare tutti quei fenomeni di ‘ingiustizia contrattuale’ diffusi nel mondo pre-islamico nei quali le eccessive incertezze e le asimmetrie informative erano motivo di contrasti e ambiguità non conformi ai precetti morali di solidarietà.

Lo studio della portata del divieto del *Gharar* è di rilievo determinante per comprendere l’intero impianto sistematico dei contratti *Shari’a compliant*, atteso che, a fronte della valutazione dell’ingiustizia insita nelle operazioni eccessivamente rischiose, occorre, d’altro canto, realizzare quel principio di ‘condivisione del rischio’ che invece deve caratterizzare le operazioni finanziarie *Shari’a compliant* costituendone uno dei valori fondamentali. Non sarà sempre agevole ricondurre un’operazione, specialmente ove si vogliano mutuare modelli della finanza convenzionale, nell’ambito dell’incertezza (proibita) ovvero in quello del rischio (consentito e auspicato): basti pensare ai contratti *futures*, ovvero alle operazioni sui c.dd. derivati, in merito ai quali, anche la finanza occidentale, o

compensativi dell’impatto dell’inflazione, quanto ricorrere ad una politica fiscale e monetaria in grado di combattere le fluttuazioni del potere di acquisto della moneta, in modo da realizzare una maggiore giustizia degli scambi finanziari

⁴¹ V. sul punto, B. KETTEL, *Introduction to Islamic Banking*, cit., 76

convenzionale, dovrebbe porsi qualche interrogativo in più⁴².

Se il *Gharar Yasir* costituisce la forma ammessa di incertezza, la proibizione del *Maysir* è riconducibile a quelle vicende per le quali vi è la massima condanna da parte della *Shari'a*. Il concetto richiama sostanzialmente il mondo delle scommesse (*gambling*) e di tutte le forme di speculazione economica in grado di realizzare forti disomogeneità delle posizioni contrattuali tali da essere irrimediabilmente ingiuste.

3. Le operazioni sul mercato del debito. I *sukuk*

Il mercato finanziario, come è noto, oltre a coinvolgere le operazioni sul capitale azionario, coinvolge anche le c.dd. operazioni sul mercato del debito, attraverso il finanziamento delle imprese mediante il ricorso a fonti di prestito, quale quello obbligazionario.

La proibizione del *ribā* impedisce il ricorso, nella finanza islamica, agli strumenti di debito come strutturati nei mercati finanziari occidentali che usualmente remunerano l'investimento attraverso la corresponsione di interessi, oltre al rimborso del capitale.

Preme sin da subito sottolineare che non è il mercato del debito ad essere proibito, quanto la sua natura *interest based*. Sì che, laddove il prestito sia *asset based*, ossia trovi il proprio fondamento non sulla remunerazione della moneta, quanto sul suo legame con dei beni in grado di generare profitti da distribuire, lo stesso non può considerarsi vietato, anche perché in grado di realizzare l'obiettivo del *risk sharing*.

Il ricorso al mercato dei prestiti attraverso strumenti assimilabili ai *bonds* non è recentissimo nella finanza islamica. Già alla fine degli anni settanta il governo della Giordania autorizzò la Jordan Islamic Bank ad emettere titoli di debito denominati *muqaradah bonds* con il

⁴² Per un'interessantissima analisi dei prodotti c.dd. derivati nella prospettiva del diritto islamico, v. A. THOMAS, *Risk management amd derivatives*, in *Structuring Islamic Finance Transactions*, 184 ss.; v. altresì l'ancor più approfondita ricerca di W. EDWARDS, *Key Financial Instruments: Understanding & Innovation in the World od Derivatives*, London, 2000; v., infine, M.H. KAMALI, *Islamic Commercial Laws: An Analysis of Futures and Options*, Selangor, 2002; S. AYOUB, *Derivatives in Islamic Finance. Examining the Market Risk Management Framework*, Edinburgh, 2014.

fine di raccogliere fondi per finanziare un progetto; operazioni simili sono state poi autorizzate in Turchia, Iran, Sudan, Pakistan e in Malesia⁴³: in quest'ultimo caso si è trattato di emissioni di titoli governativi (*Government Investment Certificates*), assimilabili ai tradizionali titoli di stato.

La più recente e interessante evoluzione di tali titoli di debito è rinvenibile nelle sempre più diffuse operazioni simili alle cartolarizzazioni i cui certificati sono definiti *sukuk*⁴⁴. Il merito di aver aperto la strada deve essere attribuito al Bahrain e alla Malesia, notoriamente le nazioni maggiormente aperte all'evoluzione 'razionale' della finanza islamica⁴⁵. L'emissione di *sukuk* nel mondo è passata da un valore globale di 7,5 miliardi di dollari nel 2000 ad un totale 118 miliardi di dollari nel 2008, anno nel quale ha risentito di una flessione, dovuta alla globale fase di crisi dell'economia. Nel solo 2013 l'emissione è stata pari a 80 miliardi di dollari, per tornare a 100 miliardi nel 2018⁴⁶.

⁴³ Per un'analisi, v. N.J. ADAM e A.S. THOMAS, *Sovereign sukuk: applications and implications*, in *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in sukuk*, a cura di Adam e Thomas, London, 2004, 81 ss. Interessante il caso iraniano, risalente al 1994, nel quale fu il 'Municipio' di Tehran ad emettere dei *Musharakah bonds* per finanziare la costruzione del Navab Development Project, una arteria stradale nel distretto di Navab con la previsione di centri commerciali lungo il percorso.

⁴⁴ Nella lingua araba il termine è il plurale di *Sakk*, che letteralmente significa 'documento scritto', 'certificato', e indica la partecipazione ai diritti derivanti da beni sottostanti. Per un approfondimento del fenomeno 'securitization' v., *ex multis*, V. KOTHARI, *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, Singapore, 2006; F.J. FABOZZI e V. KOTHARI, *Introduction to Securitization*, Singapore, 2008; P. ZOLFAGHARI, *An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)*, in *Uppsala Faculty of Law, Working Paper*, 2017:2; R.M. RADZI, *Evolution in the Sukuk (Islamic Bonds) Structure: How do Market Demands and Shariah (Islamic Law) Solutions Shape Them?*, in *Journal of Islamic Banking and Finance*, June 2018, 16 ss.

⁴⁵ La prima emissione di *sukuk* risale al 2001 ad iniziativa del Bahrain (si trattò di un *sukuk al-ijarah* per un importo di 100 milioni di dollari a 5 anni), seguito, nel 2002, da un'iniziativa del governo Malese (600 milioni di dollari). Per una recente e approfondita analisi, v. F. MIGLIETTA, *I bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Milano, 2012; v., pure, T.V. RUSSO, *Finanza islamica*, cit., 415 ss.

⁴⁶ In questi ultimi anni, oltre alle nazioni che abitualmente fanno ricorso all'emissione di tali strumenti finanziari, è prevista l'emissione di *sukuk* da parte del Kazakhstan, del Sud Africa; l'Afghanistan ha fatto ricorso ai *sukuk* per ottenere

Si tratta di un'emissione di certificati che incorporano la partecipazione alla titolarità di un *asset* sottostante in grado di generare profitti da distribuire secondo modalità *Sharia'a compliant*, sia con riferimento all'investimento che con riferimento alla natura del profitto⁴⁷.

I *sukuk*, pertanto, più che ai *bond* e alle cartolarizzazioni, paiono ricondurre all'esperienza delle separazioni patrimoniali, sia pure con le significative differenziazioni con quelle note alla finanza convenzionale⁴⁸.

Più in concreto i *sukuk* rappresentano i certificati rappresentativi della titolarità di un *asset* per un periodo definito di tempo, che attribuiscono il diritto proporzionato ad un profitto derivante dai flussi di cassa rivenienti dall'utilizzo di quell'*asset* e non già ad un interesse correlato all'importo dell'investimento⁴⁹.

finanziamenti da parte di investitori stranieri, in vista della riduzione degli aiuti internazionali. Per una ricognizione aggiornata delle novità dal mondo finanziario islamico, v. <https://www.facebook.com/finanzaislamica>

⁴⁷ Per un approfondimento v. A.H. KHALEQ e C.F. RICHARDSON, *New Horizons for Islamic Securities: Merging Trends in sukuk Offerings*, in *Chicago Journal of International Law*, 2007, 2, 409 ss.; S. MOKHTAR, S. RAHMAN, H. KAMAL e A. THOMAS, *sukuk and the Capital Markets*, in *sukuk* a cura di Thomas, Petling Java, 2009, 17 ss.

⁴⁸ Appare tecnicamente impropria, pertanto, la traduzione del termine *sukuk* con quella di *bond islamici*. V., sul punto, pure F. MIGLIETTA e F.G. STARITA, *Una tassonomia dei contratti*, in *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, a cura di Porzio, Roma, 2009 cit., 81 s.

⁴⁹ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 264. E' sempre più diffusa l'emissione parallela di strumenti obbligazionari tradizionali e di *sukuk* anche da parte di grosse realtà imprenditoriali multinazionali; interessante è l'esperienza della *General Electric* che, nel 2009, ha emesso (attraverso la SPV GE Capital *sukuk* Ltd, nella veste di *trustee*, con sede nell'isola di Bermuda) e quotato presso il NASDAQ Dubai e presso Bursa Malaysia, *sukuk ijarah based* per un valore di 500 milioni di dollari americani con scadenza quinquennale; l'*asset* sottostante è costituito da velivoli di proprietà di una delle società del gruppo; il CEO della GE Capital Middle East & Africa (il braccio finanziario nel medio-oriente della *General Electric*), nel commentare il successo dell'operazione, ha affermato: «*We continually strive to diversify our funding base. The sukuk platform helps complement and solidify GE's growing presence in the region and allows us to attract incremental liquidity from Islamic investors*». Il prospetto informativo può consultarsi sul seguente link: <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/gecapital-prospectus.pdf> Di pari rilevanza anche l'emissione di *sukuk ijarah* effettuata dalla *merchant bank* giapponese Nomura International Ltd. nel

La differenza più rilevante tra *sukuk* e obbligazioni sta nella circostanza che le seconde rappresentano esclusivamente un debito dell'emittente, mentre i *sukuk* non solo importano il rischio derivante dalla solvibilità dell'emittente, ma rappresentano altresì una partecipazione nella titolarità di un asset esistente o '*well defined*', nonché di un progetto. Tale partecipazione al rischio di impresa (*business risk*) da parte dei sottoscrittori dei certificati caratterizza in maniera significativa i *sukuk* e ne segna la differenza più interessante rispetto alle operazioni di *securitization* proprie della finanza convenzionale⁵⁰. Se un'operazione di cartolarizzazione può essere effettuata attraverso un'emissione di *sukuk*, la maggior parte dei *sukuk* emessi nel mondo non sono riconducibili alle tradizionali *securitizations*⁵¹.

Il titolare originario degli *assets*, definito *originator* è, generalmente, un ente governativo ovvero una società di grosse dimensioni, ma può anche essere una banca o una istituzione finanziaria non bancaria⁵².

Il rapporto esistente tra emittente e sottoscrittore di un *bond* è riconducibile al paradigma debitore/creditore, laddove nei *sukuk* tale relazione varia in dipendenza dalla natura del contratto che ne costituisce la fonte. Ove si tratti, ad esempio, di un contratto *ijarah* la relazione sarà quella tra concedente e beneficiario: si tratta di un contratto traslativo, non già del diritto di proprietà di un bene, quanto del diritto di utilizzarlo per un determinato periodo di tempo e trarne un profitto. Il contratto, per quello che è il suo utilizzo nella prassi, è

2010 per 100 milioni di dollari americani con scadenza biennale e cedola semestrale, quotato presso la Borsa di Kuala Lumpur; l'*asset* sottostante, similmente al precedente, era costituito da due velivoli (un Boeing 737-800 e un Airbus 320-232)

⁵⁰ Per un ulteriore approfondimento, v. A. JOBST, *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, in *Journal of Structured Finance*, 2007, 1, 16

⁵¹ Autorevole dottrina ha ritenuto opportuno distinguere, nella categoria dei *sukuk*, gli *islamic bonds* dalle operazioni di *Islamic asset securitizations*: i primi sono sostanzialmente dei titoli di debito che attribuiscono la partecipazione ad un'operazione economica; i secondi, invece, comportano la partecipazione alla titolarità degli assets trasferiti dall'*originator* ad una SPV; in tal senso, v. M. McMILLEN, *Contractual Enforceability Issues: sukuk and Capital Markets Development*, in *Chicago Journal of International Law*, Winter 2007, 428.

⁵² I costi complessivi dell'operazione non sono adatti per operazioni di valore non rilevante.

stato assimilato ad un contratto di costituzione di usufrutto (*manfa'ah*), ovvero ad un *leasing* operativo (*al-ijarah 'ain*): il *lessor*, ossia il concedente, viene definito *mu'jir*, mentre il *lessee*, ossia l'utilizzatore, *musta'jir*; il canone prende il nome di *ujrah*⁵³.

In ogni caso, a conferma della natura partecipativa che fonda l'emissione dei *sukuk*, il contratto che generalmente ne costituisce l'asse portante è rappresentato da un contratto *Shari'a compliant*, per mezzo del quale una delle parti agisce in qualità di agente nell'interesse del titolare dei capitali e sulla base di un accordo sulle modalità di condivisione di profitti e perdite⁵⁴.

Generalmente, a prescindere dal contratto utilizzato, l'intera operazione ruota intorno alla costituzione di una società-veicolo (*Special-Purpose Vehicle* – SPV) che, a seguito dell'acquisizione degli *assets* cedutigli dall'*originator*, emette i certificati rappresentativi e li colloca sul mercato. È sempre più diffusa la prassi di costituire il veicolo, che in concreto agisce da intermediario tra l'*originator* e gli investitori, sotto forma di *Trust*⁵⁵. La società veicolo

⁵³ A differenza del *leasing* convenzionale, non è consentita la previsione di penali o interessi per l'ipotesi di inadempimento o ritardo nel pagamento dei canoni. Il concedente, mantenendo la proprietà dell'*asset* non cede i relativi rischi e non trasferisce i costi di manutenzione né quelli relativi ai premi assicurativi per i danni derivanti dal bene; l'utilizzatore si assume invece tutti i rischi derivanti dall'uso del bene. Ai fini della sua compatibilità con la *Shari'a*, il canone deve essere determinato al momento della conclusione del contratto per l'intera durata del rapporto, pur potendo prevedersi rate di diverso ammontare periodico. Al fine di realizzare quel principio di trasparenza delle pattuizioni che governa il diritto islamico, le parti devono esplicitare nel contratto lo scopo dello stesso e le modalità di utilizzo del bene concesso. Nella prassi contrattuale recente si è diffusa una variante del contratto, denominata *ijarah wa iqtina* (*hire-purchase agreement*), assimilabile al *leasing* finanziario del mercato occidentale, in quanto, attraverso la combinazione di un contratto *ijarah* e un contratto di vendita (*al-bai*), consente che l'utilizzatore possa acquistare, alla scadenza del contratto, la proprietà del bene ad un prezzo inizialmente pattuito. Per un ulteriore approfondimento, v. T.V. RUSSO, *I contratti Shari'a compliant*, cit. 73 ss.

⁵⁴ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 264.

⁵⁵ Nel sistema anglo-sassone delle cartolarizzazioni è diffuso il ricorso al *master trust* che consente al medesimo veicolo di emettere più certificati e, quindi, di agire per una pluralità di operazioni finanziarie, senza che vi sia 'contaminazione' patrimoniale e senza, pertanto, che le obbligazioni derivanti da un'operazione coinvolgano i rapporti dei un'altra. Con riferimento al citato caso *General Electric* (v. *supra*) nel prospetto informativo si legge: «*The Trustee is a newly formed entity*

usualmente non è dotata di un proprio management né di personale e viene direttamente o indirettamente controllata dall'*originator* che, in siffatta maniera, non perde il controllo sull'amministrazione degli *assets*.

Occorre prestare attenzione alla sempre più rilevante distinzione tra *asset-backed sukuk* e *asset-based sukuk*: il discrimine sta nella ricorrenza del c.d. *true sale*, che ricorre solo nei primi.

Negli *asset-backed sukuk* si assiste ad una vera e propria vendita degli *assets* da parte dell'*originator* in favore della SPV, che emette i *sukuk*, i sottoscrittori dei quali non hanno azione nei confronti dell'*originator* ma fanno affidamento per il 'ritorno' del proprio investimento esclusivamente sull'andamento degli *assets*⁵⁶.

Negli *asset-based sukuk*, invece, alla SPV viene trasferito solo il *beneficial interest* degli *assets*, sì che i sottoscrittori dei certificati possono fare affidamento sulla capacità dell'*originator* di ripagare il debito⁵⁷. Peraltro, negli *asset-based sukuk*, generalmente strutturati in maniera da replicare i *conventional bonds*, la percentuale dei dividendi spettanti ai sottoscrittori è calcolata avendo a riferimento la somma investita, generalmente rinviando a sistemi di *benchmarking*, e non già i profitti derivanti dagli *assets*⁵⁸. Tuttavia, nell'ipotesi di *asset-based*

and has no operating history. The Trustee will not engage in any business activity other than the issuance of the Certificates, the acquisition of the Trust Assets as described herein, acting in the capacity as Trustee and other activities incidental or related to the foregoing [...] The Trustee's only material assets, which will be held on trust for Certificateholders, will be the Trust Assets, including its right to receive payments under the Servicing Agency Agreement and Purchase Undertaking». Lo si può consultare in <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/gecapital-prospectus.pdf>

⁵⁶ Cfr., F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., 51 s.

⁵⁷ Nel caso sopra riportato dell'emissione da parte della *General Electric*, (v. *supra*, nota 226, si è trattato di un'emissione *asset-based*: «*The Certificates will be limited recourse obligations of the Trustee*» «*The Certificates are not debt obligations of the Trustee. Recourse to the Trustee in respect of the Certificates is limited to the Trust Assets and proceeds of such Trust Assets are the sole source of payments on the Certificates*»).

⁵⁸ Deve rilevarsi che nell'esperienza finanziaria i *sukuk* che hanno conosciuto episodi di *default* sono stati sempre *asset-based*, peraltro i più diffusi, non riscontrandosi invece analoghi casi per gli *asset-backed sukuk*, sostanzialmente perché in queste ipotesi non vi è alcuna promessa di dividendi o di rimborso garantito del capitale. Non può non sottolinearsi che la maggiore diffusione dei

sukuk l'*originator* si impegna a riacquistare i certificati (e quindi la quota di *assets* che rappresentano) alla scadenza del termine.

Il presupposto di base per l'emissione dei *sukuk* è costituito dalla disponibilità, in capo all'*originator*, di un *asset* o di un pool di *assets*: deve trattarsi di beni tangibili, anche in combinazione con *assets* finanziari. Nell'ipotesi di *asset-backed sukuk*, gli *assets*, una volta identificati, vengono trasferiti alla società veicolo che avrà emesso e venduto i *sukuk* per ottenere la relativa provvista per l'acquisto. Il trasferimento dell'*asset* comporta la sua fuoriuscita dal patrimonio (e dal bilancio) dell'*originator* e rimane, pertanto, insensibile alle vicende finanziarie di questo, non facendo più parte della sua garanzia patrimoniale. Ciò, d'altro canto, costituisce un profilo essenziale per il sottoscrittore dei certificati il quale confida sulla destinazione, a proprio beneficio, dei flussi di cassa derivanti da quegli *assets*⁵⁹.

La società veicolo, appositamente costituita per l'operazione e generalmente domiciliata in un paese che le consente un trattamento fiscale di favore, rimane insensibile alle vicende patrimoniali dell'*originator* e presenta, pertanto, un basso rischio di insolvenza⁶⁰.

La società veicolo provvede pertanto all'emissione dei certificati e al loro collocamento nel mercato dei sottoscrittori ad un prezzo che complessivamente corrisponde al prezzo del trasferimento degli *assets* dall'*originator*. Alla titolarità del certificato corrisponde la contitolarità degli *assets* in capo ai sottoscrittori. A questo punto, la

sukuk asset-based è dovuta proprio alla loro maggiore somiglianza con i *bond* convenzionali. Per un approfondimento, v. S. MOKHTAR, S. RAHMAN, H. KAMAL e A. THOMAS, *Sukuk and the Capital Markets*, cit., 23 s.

⁵⁹ Si riporta la definizione di *sukuk* fatta dall'AAOIFI: «*certificates of equal value representing, after closing subscription, receipt of the values of certificates and putting it to use as planned, common title to shares and rights in tangible assets, usufructs and services, or equity of a given project of a special investment activity*». L'AAOIFI ha, peraltro, classificato i *sukuk* in quattro categorie: 1) *Asset based sukuk* (*ijarah e Manfah sukuk*); 2) *Debt based* (*istisna e murâbahah sukuk*); 3) *Equity based* (*Mudarabah e Musharakah sukuk*); 4) *Agency based* (*Wakala sukuk*).

⁶⁰ Cfr., A. THOMAS, *Opportunities with sukuk and securitisations*, in *Structuring Islamic Finance Transactions*, London, 2005, 165. Diffusa è la prassi di costituire le società veicolo in Lussemburgo, alle Isole Cayman ovvero a Nevis. V., altresì, le interessanti considerazioni di A.H. KHALEQ, *Islamic capital markets: the case for a more intelligent positioning in an evolving global industry*, in *Islamic Investment Banking: Emerging Trends, Developments and Opportunities*, a cura di K. Jaffer, Londra, 2010, 144 ss.

società veicolo può cedere gli *assets*, concederli in *leasing*, ovvero concludere altri contratti *Shari'a compliant*, anche con lo stesso *originator*, al fine di ricevere un corrispettivo, anche sotto forma di canone, legato all'andamento dei beni sottostanti, che costituirà la remunerazione degli investitori, previa le deduzioni necessarie, per costi amministrativi e fiscali.

Al fine di rendere meno rischioso l'investimento (il cui rendimento è basato su di un flusso di cassa futuro) e, pertanto, per rendere maggiormente appetibili i certificati, anche ai fini della loro circolazione, nella prassi finanziaria islamica una banca (generalmente una *investment bank*), che può intervenire anche quale agente per l'attività di collocamento dei certificati, provvede a garantire il ripagamento dei certificati, ovvero si impegna ad acquistare e ricollocare gli *assets* nell'ipotesi di *mala gestio* dell'affare. La natura *Shari'a compliant* dell'operazione comporta che anche la banca agente sia una banca islamica ovvero una banca multinazionale che agisca attraverso uno 'sportello islamico' (*islamic window*).

Durante la vita dei *sukuk* l'utilizzatore degli *assets* effettua dei pagamenti periodici che vengono girati ai possessori dei certificati. A differenza di quanto accade con il pagamento delle cedole di un *bond* tradizionale, nel caso dei certificati islamici tale pagamento avviene soltanto se l'*asset* sottostante ha generato un profitto⁶¹. Laddove il titolare del certificato sia legittimato a farlo circolare nel mercato secondario, l'acquirente subentrerà nella sua posizione giuridica al momento della cessione⁶².

⁶¹ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 266, i quali fanno notare che, nelle ipotesi di emissione di *sukuk* basate su un rapporto di *leasing*, i pagamenti delle cedole sono correlati non già al profitto generato dagli *assets* quanto dai canoni corrisposti dal *lessee*, sì che, in tali casi, si è in presenza di operazioni poco rischiose.

⁶² Nella prospettiva di quanto detto sopra in relazione al ricorso ai derivati, v. quanto riportato nel citato prospetto informativo dell'emissione di *sukuk* da parte della *General Electric*, laddove, nel paragrafo "*Derivatives and Hedging*" si legge: «*Exchange rate and interest rate risks are managed with a variety of straightforward techniques, including match funding and selective use of derivatives. GE Capital uses derivatives to mitigate or eliminate certain financial and market risks because it conducts business in diverse markets around the world and local fundin is not always efficient*». Sul tema della circolazione dei *Sukuk* nel mercato secondario, v. A. ULUSOY e M. ELA, *Secondary Market of Sukuk: An*

Nel momento in cui l'operazione giunge alla sua *maturity*, ovvero si sia verificata una causa di risoluzione del rapporto, la società veicolo intraprende la fase di liquidazione attraverso la retrocessione degli *assets* nella titolarità dell'*originator* ad un prezzo prefissato, cui segue il rimborso ai titolari dei certificati degli importi corrisposti al momento della sottoscrizione.

L'operazione, ovviamente, pur presentando dei rischi differenti rispetto a quelli tipici dei *bonds* convenzionali, tende generalmente a garantire i sottoscrittori dai rischi di perdita del capitale, attraverso la sottoscrizione parallela di un'opzione *put* con la quale l'emittente si impegna a riacquistare i certificati ad un prezzo determinato.

La società veicolo, essendo stata costituita per quel singolo affare, viene sciolta al termine dell'operazione.

Quanto al profilo del *rating* assegnato ai *sukuk*, le due più accreditate istituzioni occidentali seguono criteri differenti. *Moody's* concentra la propria indagine sul c.d. *default rate* degli *assets* e sulle correlative aspettative di ripresa conseguenti al *default*, tenendo nel dovuto conto l'esistenza o meno di un'adeguata diversificazione del portafoglio degli *assets* (*granular portfolio*); *Standard & Poor's* invece privilegia l'incidenza del *performance risk* degli *assets* sottostanti, nonché dei sistemi di garanzie collaterali.

Si tende infatti a distinguere tra: *sukuk* con meccanismi di pieno *credit enhancement*, in relazione ai quali terze parti garantiscono irrevocabilmente la soddisfazione dei sottoscrittori dei certificati, nell'ipotesi di inadempienza della SPV (il *rating* dipenderà, tra l'altro, dall'affidabilità del garante); *sukuk* senza meccanismo di *credit enhancement*, la cui struttura richiama le *asset-backed securities* (ABS) proprie delle procedure di *securitization*, nei quali gli *assets* sottostanti costituiscono l'unica garanzia per il ripagamento dei certificati (il *rating* dipenderà pertanto dalla capacità degli *assets* di generare *cash flows*); *sukuk* con meccanismi parziali di *credit enhancement*, in relazione ai quali una terza parte garantisce in maniera limitata le perdite derivanti dall'operazione⁶³.

Overview, in *Int'l Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, July 2018, 17 ss.

⁶³ Per un approfondimento, anche delle procedure di *rating* nel mercato islamico, v. l'indagine pubblicata su *Islamic Finance Asia*, Aug/sept. 2008, 47 ss., *Ratings: how do they do it?*; sul meccanismo del *credit enhancement* v., F.J. FABOZZI e V.

Non tutti i *sukuk* sono negoziabili nel mercato secondario. Il *Fiqh Council* dell'Organizzazione dei Paesi Islamici (*Organization of Islamic Country* – OIC) ha stabilito, infatti, che i certificati possano essere oggetto di negoziazione soltanto laddove gli *assets* sottostanti siano costituiti in via preponderante da beni tangibili o diritti finanziari, lasciando uno spazio residuo agli *assets* liquidi o fondati su rapporti di debito. Ciò comporta che i *sukuk* fondati su rapporti *salam*, *istisna'* e *murâbahah* non possono essere negoziati nel mercato secondario, in quanto contratti che creano debito, la cui trasferibilità si pone in contrasto con il divieto di *ribâ*⁶⁴.

Come ogni operazione di finanziamento, l'emissione dei *sukuk* è legata ad una valutazione sul *rating* da parte di agenzie specializzate che si occupano di analizzare gli *assets* sottostanti e il merito di credito dell'intera struttura finanziaria.

Di estremo interesse è la recente evoluzione in materia di identificazione degli *assets* sottostanti all'emissione dei *sukuk*. Una tra le maggiori compagnie telefoniche malesi nel 2012 ha proposto al mercato un'emissione *multicurrency* di *sukuk* del valore di circa 160 milioni di dollari, utilizzando quale *asset* sottostante il *cash-flow* futuro atteso dal traffico telefonico dei propri clienti e identificato nelle carte telefoniche prepagate (*airtime vouchers*). Si è ritenuto che quel flusso di cassa, pur non costituendo un *asset* fisicamente tangibile, fosse ad ogni buon conto identificabile nel valore e nella quantità e, pertanto, idoneo ad essere utilizzato quale *asset Shari'a compliant*. Singolare la circostanza che l'11% dei titoli è stata sottoscritta da investitori europei. L'operazione è stata ripetuta in Indonesia, nel 2018, dalla medesima compagnia telefonica.

Il nuovo *trend* ha immediatamente riscosso successo nella prassi finanziaria ed è stato seguito da un'altra compagnia telefonica negli Emirati Arabi⁶⁵.

KOTHARI, *Introduction to Securitization*, cit., 86 ss.; v., pure, M. OBAIDULLAH, *Securitization in Islam*, in *The Handbook of Islamic Banking* a cura di Hassan e Lewis, Northampton, 2007, 194.

⁶⁴ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 267 s.

⁶⁵ L'esperienza della malese Axiata group è stata, nel 2010, replicata dalla Emirates Telecommunications Corp, con un'emissione di 1 milione di US\$. Nel 2013, in Pakistan, la Meezan Bank ha emesso *sukuk* per circa 70 milioni di US\$: l'*asset* è stato costituito da carte telefoniche prepagate, identificate con i singoli

4. Le differenti tipologie di *sukuk*

L'AAOIFI ha identificato 14 differenti tipi di *sukuk* sulla base dell'operazione contrattuale sottostante⁶⁶.

La tipologia di *sukuk* maggiormente sviluppata nel mercato finanziario islamico è quello su base *ijarah*. Si tratta, come accennato, di una struttura con un tasso di rischio non elevato, in quanto consente ai sottoscrittori dei certificati di fare affidamento, non soltanto sulla produttività degli *assets* e sulla eventuale buona riuscita del progetto, quanto e soprattutto sul flusso di cassa derivante dal pagamento dei canoni da parte del locatario. Ovviamente l'utilizzo degli *assets* deve essere anch'esso *Sharia'a compliant*, sì che, ad esempio, gli stessi non possono essere concessi in godimento per l'esercizio di un casinò oppure per la rivendita di sostanze alcoliche.

Un'operazione di *ijarah sukuk* segue indicativamente varie fasi: si parte con la individuazione di uno o più *assets* compatibili con un contratto *ijarah*; l'*originator* crea una SPV, con soggettività e personalità giuridica separata, alla quale cede gli *assets* con l'impegno contestuale di riprenderne la disponibilità materiale da quest'ultima sotto forma di *lease (back)* ad un canone prestabilito. A questo punto, la SPV cartolarizza gli *assets* emettendo i certificati (*ijarah sukuk*) da vendere agli investitori. I certificati, di uguale valore, come detto, rappresentano la contitolarità indivisa degli *assets* tangibili. La vendita dei *sukuk* serve a dotare la SPV-emittente dei fondi per l'acquisto degli *assets* dall'*originator*. La SPV provvederà poi a trasferire i profitti derivanti dal *lease* in favore dei sottoscrittori dei *sukuk*. Alla scadenza del contratto di *lease* il flusso derivante dai canoni viene a cessare e la titolarità degli *assets* ritorna nella disponibilità dei

numeri di serie; lo *Sharī'a board* che ha consentito l'operazione era presieduto dall'autorevole Muhammad Taqi Usmani

⁶⁶ Cfr., AAOIFI, *Sharī'a Standard* n. 17, maggio 2003. L'elenco non è esaustivo. L'*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) è un organismo, costituito nel 1991, con sede in Bahrain, che raggruppa oltre 200 istituzioni islamiche, incluse banche centrali e altre istituzioni finanziarie, appartenenti a 45 differenti nazioni. L'obiettivo principale è quello di creare degli standards da suggerire alle istituzioni e ai loro *Sharī'a boards* al fine di raggiungere una integrazione e armonizzazione delle regole operative. Anche nelle giurisdizioni nelle quali gli standards dell'AAOIFI non sono obbligatori, la quasi totalità delle istituzioni finanziarie islamiche rinvia a questi nella prassi contrattuale.

sottoscrittori dei *sukuk*, quale gruppo.

Il contratto di sottoscrizione dei certificati generalmente prevede un'opzione *put* in favore dei sottoscrittori in forza del quale l'*originator* si obbliga a riacquistare i certificati al loro valore nominale al momento della loro scadenza.

La flessibilità del rapporto *ijarah*, con riferimento alle modalità di pagamento delle cedole periodiche, non necessariamente ancorate alla medesima periodicità del pagamento dei canoni di godimento degli *assets*, offre una notevole serie di vantaggi in grado di rendere l'emissione dei *sukuk* appetibile sul mercato primario.

La produttività degli *assets* sottostanti a un contratto *ijarah* lo rende ancor più vantaggioso, atteso che può essere ancorato ad una durata non limitata ed eventualmente soggetto ad una proroga del termine.

Inoltre, l'esistenza di un *asset* sottostante di natura reale e di comprovata redditività consente, da un lato, la possibilità per il proprietario di alienare lo stesso *asset*, pur con il vincolo derivante dall'emissione dei *sukuk*, dall'altro, la circolazione anche degli stessi certificati nel mercato secondario.

Laddove gli *assets* da porre quale 'sottostante' di un'emissione di *sukuk* non siano esistenti al momento della strutturazione dell'operazione, si usa ricorrere ad un contratto *istisna'*, che viene utilizzato per finanziare la costruzione di un *asset* ad un prezzo determinato⁶⁷. Nelle operazioni di *project financing*, nelle quali,

⁶⁷ Il contratto *istisna'* costituisce un contratto che ha ad oggetto un bene futuro. Viene utilizzato per agevolare la manifattura o la costruzione di un bene su richiesta dell'acquirente. Con tale contratto l'acquirente (*mustasni*) commissiona la produzione di un bene o la costruzione di un'opera ad un altro soggetto (*sani*) al quale corrisponde pagamenti periodici generalmente collegati all'avanzamento dei lavori sino al momento della consegna. Non è richiesto il pagamento immediato del prezzo e, generalmente, non è prefissato un momento preciso per la consegna del bene. L'*istisna'* ha ad oggetto la produzione di beni infungibili. Il contratto produce i suoi effetti nel momento nel quale il costruttore o il prestatore d'opera si impegna alla creazione/costruzione del bene per conto dell'acquirente. Sino al momento nel quale l'opera non viene iniziata, entrambe le parti possono recedere dal contratto dandone previa informazione all'altra. Anche il contratto *istisna'* da semplice contratto traslativo è diventato un contratto di finanziamento *debt based* nel quale la banca assume il ruolo di intermediario. Nei casi più semplici si utilizza nel settore immobiliare, laddove il cliente della banca, proprietario di un terreno, richiede il finanziamento per la costruzione della casa, ovvero, ove non sia proprietario del terreno, ha interesse anche a quest'ultimo. Non sarà necessariamente il finanziatore a

appunto, l'*asset* che genererà i profitti ancora non esiste, si ricorre alla combinazione dei due rapporti appena esaminati, per fondare l'emissione dei *sukuk*, in un primo momento su di un rapporto *istisna'*, che disciplina la fase di costruzione e realizzazione del progetto, seguito da un rapporto *ijarah*, per la fase di operatività di quest'ultimo.

Se il ricorso all'emissione di *sukuk* su base *ijarah* o *istisna'* trova il suo campo naturale di azione nelle operazioni a medio e lungo termine, per le operazioni di breve termine (sino ad un anno) la prassi segnala il ricorso all'emissione di certificati su base *salam*, e sue varianti, per le ipotesi nelle quali l'*asset* sottostante abbia caratteristiche di deperibilità⁶⁸. La durata dell'operazione impedisce il pagamento di cedole, prevedendo invece il rimborso del capitale maggiorato del *surplus* derivante dalla vendita.

L'operazione ha trovato notevole diffusione nel Bahrain per il finanziamento della produzione di petrolio e alluminio. La società veicolo acquista tali *commodities* ad un prezzo inferiore a quello di mercato, a fronte del quale emette i *sukuk*; la consegna dei beni è differita ad una data determinata; contestualmente il beneficiario finale si impegna ad acquistarli a quella data corrispondendo il prezzo di mercato. In questo caso, è evidente che, in concreto, si tratta di un'operazione sul debito, sì che non è consentita la negoziazione dei certificati nel mercato secondario, quanto meno durante la *construction phase*.

I *mudarabah sukuk* (noti anche come *muqaradah bonds*) vengono scelti invece laddove il capitale venga conferito da un pool di investitori a fronte dell'emissione dei certificati relativi ad uno specifico progetto da realizzare da un'impresa, che riveste il ruolo sia di *originator* che di *mudarib*, con l'accordo di distribuire gli utili

costruire l'immobile: anche in questo caso la banca assumerà il ruolo di agente facendo ricorso ad un *parallel istisna'* con un costruttore, ovvero rivolgendosi ad un *general contractor*. Il finanziatore, in questi casi, sarà responsabile, nei confronti del cliente, della costruzione della casa e della conformità di questa al progetto. Il profitto della banca deriva dalla differenza di prezzo tra quanto pagato allo sviluppatore del progetto e quanto incassato dal cliente.

⁶⁸ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 272, i quali segnalano come si faccia ricorso al *salam* per le vendite con effetto immediato, al *Bay' al-Muajjal* per le vendite con pagamento differito, al *Bay' al-salam* per le vendite a consegna differita.

derivanti dai flussi di cassa generati dall'opera⁶⁹. Il *mudarib* provvede, generalmente attraverso una SPV, all'emissione dei certificati che vengono collocati tra i sottoscrittori, che acquisiscono, con questi, la titolarità degli *assets* del *mudarabah* (costituito dal capitale) con l'intesa di dividere, secondo modalità prestabilite, i profitti derivanti dal flusso di cassa generato dal progetto, ma anche sopportando, con il capitale conferito, le eventuali perdite.

Anche questa tipologia trova il suo spazio nelle operazioni di *project financing*: gli investitori non hanno alcuna azione nei confronti del *mudarib*, ma possono fare affidamento esclusivamente sui flussi di cassa del progetto. La particolare struttura dell'operazione, d'altro canto, si presta per incentivare la partecipazione pubblica nelle attività di investimento⁷⁰.

Il ricorso ai *mudarabah sukuk* interessa generalmente gli *originators* che non hanno la titolarità di quegli *assets* che consentirebbero il ricorso ad un'emissione su base *ijarah* o *musharakah* e che necessitano pertanto di finanziamenti esterni per le proprie attività.

La struttura segue i seguenti passaggi: la SPV e l'*originator* concludono un contratto *mudarabah* laddove il primo agisce quale *rabb-ul-maal* e il secondo quale project manager (*Mudarib*) per la realizzazione/costruzione del progetto; la SPV emette i certificati, che, come detto, rappresentano la contitolarità indivisa del progetto e attribuiscono il diritto, nei confronti della SPV, al pagamento di una rendita periodica correlata ai profitti derivanti dal progetto; gli investitori sottoscrivono i certificati; la SPV costituisce a sua volta un trust al quale conferisce gli *assets* e i diritti del *mudarabah* ed agisce

⁶⁹ Il *Mudarabah* è un contratto con il quale un soggetto, il *rabb-ul-mal* investe, attraverso un conferimento di mero capitale, in un'attività di impresa svolta da un altro soggetto, il *mudarib*, che agisce in veste di agente, al fine di dividerne i rischi e partecipare agli utili secondo una percentuale determinata. Il mero finanziatore (*rabb-ul-mal*) non ha il potere di compiere atti di gestione, essendo quest'ultima interamente rimessa nella disponibilità dell'agente-finanziato (*mudarib*). L'investitore gode, in ogni caso, di un penetrante potere di controllo sull'attività svolta dal *mudarib*. Nel *mudarabah* l'unico ad essere coinvolto nelle perdite è il finanziatore di capitale (*rabb-ul-mal*), atteso che il *mudarib* non investe nulla nell'attività, se non la propria prestazione lavorativa o professionale.

⁷⁰ M. MANNAN, *Islamic Capital Markets*, in *Islamic Finance: A Guide for International Business and Investment*, London, 2008, 108.

quale trustee nell'interesse degli investitori; la SPV emette i certificati (*sukuk*) al fine di raccogliere fondi che vengono trasferiti al *Mudarib* per la gestione; quest'ultimo realizza il progetto, *Shari'a compliant*.

I profitti vengono divisi, secondo accordi raggiunti dall'inizio, tra *originator* e SPV, che li amministra, quale *trustee* nell'interesse degli investitori, ai quali corrisponde dei profitti periodici secondo gli accordi.

Alla scadenza dell'operazione, gli *assets* vengono liquidati e il ricavato viene distribuito secondo un ordine prestabilito: preliminarmente viene ripagato l'investimento iniziale della SPV; la restante parte viene suddivisa con l'*originator* secondo accordi; la SPV, agendo anche quale *trustee* degli investitori, corrisponde i profitti agli investitori, i quali rientrano anche del capitale investito, riprendendosi i certificati⁷¹.

Nell'ipotesi nella quale gli *assets* 'tangibili' siano superiori al 50%, si ritiene che i certificati siano negoziabili nel mercato secondario.

Non molto dissimili sono i *musharakah sukuk*⁷². La SPV emette i certificati che rappresentano la contitolarità indivisa degli *assets* o del progetto, attribuiscono il diritto al pagamento di dividendi periodici nonché alla restituzione del capitale al termine dell'operazione. Gli investitori sottoscrivono i *sukuk* e pagano il corrispettivo alla SPV, che conferisce in un *trust*, nel quale agisce quale *trustee* nell'interesse degli stessi investitori. Il *trustee* conclude un contratto *musharakah* con l'*originator*: il primo conferisce le somme derivanti

⁷¹ Come si vedrà di seguito, l'AAOIFI si è espressa negativamente sulla pratica secondo la quale l'*originator* si impegnava a ricorrere ad un ulteriore finanziamento, al fine di garantire in ogni caso ai sottoscrittori dei certificati un profitto indipendente dall'esito del progetto. Si è ritenuto invece consentito che una terza parte si impegni ad onorare tutti gli adempimenti dovuti nei confronti dei sottoscrittori, ritenendo che, in tal caso, non si tratti di una garanzia, ma di una promessa indipendente dal contratto *mudarabah*.

⁷² Il *Musharakah* è un contratto originariamente utilizzato quale strumento per la condivisione del rischio in un'attività di impresa attraverso il conferimento e la condivisione di capitale, beni e lavoro, in qualche modo riconducibile ad un contratto di *Joint Venture*, in quanto generalmente finalizzato alla realizzazione di uno specifico progetto imprenditoriale. Nel corso del tempo se ne è fatto ricorso quale operazione di finanziamento di un'attività di impresa attraverso la partecipazione al capitale sociale del soggetto finanziato. Per un approfondimento, v. T.V. RUSSO, *I contratti Shari'a compliant*, cit. 63 ss.

dall'emissione dei certificati in cambio dell'attribuzione di una partecipazione proporzionale nel *musharakah*; il secondo conferisce, a sua volta, denaro o beni in natura. I conferimenti costituiscono gli *assets* del *musharakah*. Periodicamente il *trustee* e l'*originator* ricevono dalla SPV una percentuale prestabilita sui profitti che ci si attende di ricevere dagli *assets* e, laddove siano generate delle perdite, parteciperanno a quelle perdite proporzionalmente con il capitale versato.

Al termine dell'operazione ovvero in ipotesi di *default* della stessa, sulla base di un'opzione *call* conclusa contestualmente al *musharakah*, il *trustee* cede all'*originator* la sua quota di partecipazione al prezzo di esercizio (al *fair value*), che verrà utilizzato per la liquidazione della quota di capitale sottoscritta dagli investitori.

Non molto diffuso è il ricorso all'emissione di *sukuk* su base *salam*, dovuto essenzialmente alla non negoziabilità dei certificati nel mercato secondario, ma anche al rischio connesso alle difficoltà che l'*originator* può incontrare nella consegna degli *assets* ad una data prestabilita⁷³. Nella fase preliminare di strutturazione di tale emissione occorre valutare con attenzione quale sia l'attività che l'*originator* intende svolgere e quali *assets* sia in grado di fornire a supporto dell'emissione⁷⁴. Al pari delle altre strutture, è possibile costruire un'emissione di *sukuk al-salam* in maniera tale da consentire il

⁷³ Il contratto *salam*, noto anche come *bai salam*, realizza una compravendita nella quale l'acquirente (*rabb al-salam*) paga al venditore (*al-muslim ilaih*) il prezzo al momento della conclusione del contratto, mentre la consegna del bene è differita nel tempo. Si tratta di una struttura originariamente utilizzata per finanziare gli agricoltori che, a loro volta, si impegnavano a consegnare, in una data stabilita, una determinata quantità della loro produzione. La banca si aspetta di ricavare un profitto dalla successiva vendita dei prodotti acquistati, in quanto pagati al cliente un prezzo inferiore a quello di mercato. La particolarità di questo contratto è insita nella circostanza che i beni oggetto del contratto non sono esistenti al momento dell'accordo. Al fine di fare in modo che tale contratto non si ponga in contrasto con il divieto di *gharar* devono verificarsi le seguenti condizioni: la banca deve corrispondere l'intero prezzo al momento della conclusione del contratto (nell'ipotesi di pagamenti rateali, dovranno essere stipulati separati contratti per ogni pagamento); la banca non può vendere i beni prima che le vengano consegnati dal produttore.

⁷⁴ Laddove non sia possibile identificare alcun *asset* si rende opportuno valutare altre possibili strutture.

pagamento di cedole periodiche per tutta la vita dell'operazione, tenendo conto tuttavia che non sono consentite dalla *Shari'a* forme di *debt securitization* nonché la circolazione dei relativi capitali⁷⁵.

Anche in questo caso la SPV emette i certificati e trasferisce i profitti ad un *Trust* nel quale riveste il ruolo di *trustee*. L'*originator* conclude poi con il *trustee* un contratto di vendita in forza del quale il primo cede al secondo gli *assets* del *salam* con pagamento immediato del prezzo (*Principal Amount*) e con consegna differita dei beni. Generalmente la quantità di *assets* oggetto del contratto è prevista in via preventiva in modo da consentire consegne periodiche durante la vita dei *sukuk* (e consentire il pagamento delle cedole), nonché una consegna finale alla scadenza dell'operazione. Prima del pagamento di ogni cedola agli investitori, l'*originator* consegna una parte degli *assets* del *salam* al *trustee*. L'*originator*, a questo punto, riacquista proporzionalmente gli *assets* dal *trustee* per un prezzo prestabilito, pari al valore delle cedole da distribuire ai sottoscrittori, calcolato con riferimento ad un tasso fisso o variabile basato su indici quali il Libor o l'Eibor. L'SPV potrà così pagare le cedole periodiche agli investitori.

In caso di *default* dell'operazione nonché di scadenza della stessa, l'*originator* consegna la restante parte degli *assets* al *trustee*, il quale glieli rivenderà al prezzo di esercizio. Tale ultimo importo verrà utilizzato dalla SPV per liquidare i sottoscrittori.

Sempre per l'evenienza che non sia possibile identificare degli *assets* tangibili si è proposta nella prassi, anche se non con grande diffusione, l'emissione di *murâbahah sukuk*⁷⁶. In questo caso,

⁷⁵ L'emissione più interessante di *sukuk al salam* è stata quella effettuata dall'Agenzia Monetaria del Bahrain al fine di fornire liquidità alle banche islamiche. Il Governo del Bahrein ha venduto alluminio alla Bahrein Islamic Bank, che rappresentava le altre banche islamiche. Il governo si impegnavano a consegnare l'alluminio sulla base del contratto *salam* in una data successiva. Contestualmente, la Bahrein Islamic Bank nominava lo stesso governo quale suo agente per la commercializzazione dell'alluminio al tempo della consegna attraverso i suoi canali di distribuzione. Il governo si impegnavano altresì nei confronti della banca rappresentante a commercializzare l'alluminio ad un prezzo utile per ripagare i sottoscrittori dei certificati.

⁷⁶ Il contratto *murabahah*, nato quale basilare contratto di scambio, è diventato lo schema maggiormente diffuso nella prassi contrattuale delle banche islamiche per il finanziamento relativo ad un acquisto. Il termine fa riferimento, nella prassi, ad un

avvenuta la sottoscrizione dei certificati e costituito il *trust*, l'*originator* conclude un contratto *murābahah* con il *trustee* con il quale il primo si impegna ad acquistare dal secondo alcuni beni (*commodities*) con consegna immediata degli stessi e pagamento del prezzo in un momento successivo ma determinato, che corrisponde con la scadenza dei certificati. Il *trustee* acquista i beni da una terza parte (*commodities supplier*) e li consegna, come detto, all'*originator*. I pagamenti vengono effettuati con scadenza regolari nei confronti del *trustee*, il quale, a sua volta, li utilizza per il pagamento delle cedole.

5. Gli standard *sukuk* predisposti dall'AAOIFI

Il sempre crescente aumento del ricorso all'emissione dei *sukuk* e il costante interesse alla circolazione, anche al di fuori del mondo islamico, ha spinto lo *Sharī'a Board* dell'AAOIFI a predisporre uno standard di regole in materia di *sukuk* a beneficio di tutte le istituzioni finanziarie e dei loro *Sharī'a boards*⁷⁷. La ragione principale della

contratto di compravendita o, più correttamente, ad un'operazione di doppia compravendita nella quale un soggetto acquista un bene nell'interesse di un altro per poi rivenderglielo maggiorato di un margine di profitto (*mark-up*). Si tratta, all'evidenza, di una struttura contrattuale facilmente adattabile ad un'operazione di finanziamento (non partecipativo), nella quale il soggetto che funge da agente o fornitore è, in realtà, il finanziatore, mentre l'acquirente finale è il soggetto finanziato, laddove, nel sistema bancario convenzionale, si ricorre ad un contratto di mutuo con interessi che, come è noto, è proibito dal divieto di *ribā*. Il soggetto finanziato individua il bene che gli interessa (*murabahah to the purchase order*), la banca lo acquista ad un prezzo noto e successivamente lo rivende al primo ad un prezzo maggiorato (*cost plus sale*), giustificato dall'attività di intermediazione: il soggetto finanziato non rimborserà alla banca capitale più interessi, ma capitale più 'commissioni' giustificate dall'attività di intermediazione e dai rischi connessi. Il pagamento avviene in unica soluzione, anche se nella prassi si consentono pagamenti rateizzati o, comunque, differiti nel tempo, purché il differimento del pagamento non comporti un incremento dell'importo. Affinché ricorra un'ipotesi di *murābahah* è essenziale che tutte le componenti del prezzo di acquisto del bene siano rese note all'acquirente finale, incluso il costo dell'intermediazione: nell'ipotesi nella quale l'intermediario rivenda il bene senza fare alcun riferimento al profitto realizzato non potrà discorrersi di *murābahah*, bensì di *musawamah*). La necessità della *disclosure* in merito al prezzo del bene e al profitto della banca risponde all'esigenza di non incorrere nella proibizione del *gharar*.

⁷⁷ Al fine di stabilire se un contratto o una struttura finanziaria sia compatibile con i precetti sciaratici e, pertanto, non confligga con le proibizioni fondamentali,

predisposizione di questi standard è evidenziata nelle riflessioni del presidente dell'Istituzione, l'illustre giurista islamico Taqi Usmani, il quale aveva rilevato che quasi l'85% dei *sukuk* presenti sul mercato non fosse totalmente *Sharī'a compliant*.

(1) I *sukuk*, per essere negoziati nel mercato secondario, devono essere nella titolarità dei sottoscrittori, con tutti i diritti e le obbligazioni derivanti da tale titolarità, sotto forma di diritti reali, o altri diritti su beni tangibili, usufrutto o servizi, suscettibili di titolarità e di circolazione legale e nel rispetto dei principi della *Sharī'a*. Il responsabile dell'emissione dei *sukuk* deve registrare il trasferimento della titolarità di ogni *asset* sul proprio libro dei *sukuk* e non deve includerli nei propri *assets*.

(2) I *sukuk*, per essere negoziati, non devono rappresentare crediti o debiti, salvo il caso di trasferimento di tutti gli *assets* da parte dell'entità finanziaria, ovvero del trasferimento dell'intero portafoglio finanziario, nel quale alcuni debiti, correlati ad *assets* tangibili o ad un usufrutto, siano inclusi non intenzionalmente.

(3) Non è consentito, per il Manager dei *sukuk*, anche ove agisca quale *mudarib* (*investment manager*) o *sharik* (partner), o *wakil* (*agent*), di impegnarsi ad offrire finanziamenti ai sottoscrittori dei *sukuk*, laddove gli attuali guadagni siano inferiori a quelli previsti. È comunque consentito prevedere una riserva di fondi al fine di coprire eventuali perdite, purché ciò sia previsto nel prospetto dell'investimento. Non è proibito distribuire il guadagno sperato sotto

ogni istituzione finanziaria si deve dotare di uno *Sharī'a Supervisory board*, ossia di un gruppo di esperti del diritto islamico in grado di valutare se un'operazione sia o meno *Sharī'a compliant*. Non è necessario che si tratti di un collegio di esperti, essendo sufficiente la presenza di un *single supervisor*. Generalmente, si opta per il collegio, in quanto in grado di garantire una discussione ragionata in merito alla *compliance* dell'operazione. Per un approfondimento, v. Y. DELORENZO, *Shari'ah Supervision in Modern Islamic Finance*, in <http://www.nzibo.com/IB2/Shari'ahsupervision.pdf>, 1 ss., il quale sottolinea come sia in ogni caso preferibile che non più di tre *supervisors* si occupino di una singola operazione, uno dei quali deve preferibilmente risiedere nello stato e nella regione nella quale deve essere realizzata l'operazione. V., pure, R.T. de Belder, *Shari'a Supervisory Boards and Shari'a Compliance*, in Aa.Vv., *Islamic Finance. A Guide for International Business*, cit., 185 ss. La decisione viene presa attraverso la pronuncia di una *fatwā* (*Sharī'a position paper*) che, in questi casi, assume il ruolo di *Islamicity certification*.

forma di acconto in favore sottoscrittori dei *sukuk*.

(4) Non è consentito al *mudarib* (*investment manager*), a *shatik* (*partner*) e *wakil* (*agent*) di impegnarsi (ora) a riacquistare gli *assets* dai sottoscrittori dei *sukuk* o da coloro che li detengono, per il loro valore nominale, al momento dell'estinzione, alla fine della loro scadenza. È comunque consentito impegnarsi ad acquistarli sulla base del valore di mercato degli *assets*, ovvero del *fair value* ovvero ad un prezzo che deve essere stabilito al momento dell'attuale vendita. Il Manager dei *sukuk* è garante del capitale, al valore nominale, in caso di sua negligente gestione ovvero in caso di non adeguatezza con le condizioni dell'investitore, anche laddove il manager sia *mudarib* (*investment manager*), *shatik* (*partner*) o *wakil* (*agent*). Nell'ipotesi in cui gli *assets* dei *sukuk* (su base *musharakaha*, *mudarabah* o *wakalah*) per l'investimento siano di valore inferiore degli *assets* concessi in godimento con il contratto 'Lease to Own', allora è consentito ai manager dei *sukuk* di impegnarsi ad acquistare quegli *assets*, al momento nel quale i *sukuk* saranno estinti, per il valore restante del canone sugli *assets* rimanenti; purché tale valore rappresenti il valore netto.

(5) È consentito al *lessee*, nell'ipotesi di *sukuk al-ijarah*, di impegnarsi ad acquistare gli *assets* concessi in godimento, al momento dell'estinzione dei *sukuk*, per il loro valore nominale, purché il *lessee* non sia un partner, *mudarib* o *investment agent*.

(6) Gli *Sharī'a Supervisory Boards* non devono limitarsi ad emettere una *fatwā* sulla meritevolezza della struttura dei *sukuk*. Tutti i contratti che rilevano e tutta la documentazione relativa alla transazione da esaminare deve essere valutata con attenzione, sì da supervisionare l'intera operazione contrattuale al fine di avere certezza che la stessa sia compatibile, in ogni stadio, con i principi e le regole della *Sharī'a*, come specificata negli *Sharī'a Standard*. I profitti derivanti dall'investimento in *sukuk* e la conversione di tali profitti in *assets*, facendo ricorso ad uno dei metodi di investimento *Sharī'a compliant*, devono essere conformi all'art. 5/1/8/5 degli AAOIFI *Sharī'a Standard*. Inoltre, gli *Sharī'a Boards* raccomandano alle istituzioni finanziarie islamiche di diminuire i loro coinvolgimenti in operazioni basate sul debito ed incrementare vere e proprie partecipazioni basate sulla condivisione di profitti e perdite, al fine di perseguire gli obiettivi della *Sharī'a*.

6. Il mercato globale dei *sukuk*

Il mercato dei *sukuk* non è un mercato riservato al mondo mediorientale ovvero ai soli investitori islamici. Sono sempre più diffuse le emissioni di *sukuk* da parte di istituzioni, finanziarie e governative, non direttamente collegate al mondo islamico⁷⁸.

Un segnale forte di tale tendenza viene dall'iniziativa di uno Stato della Repubblica Federale Tedesca, la Sassonia-Anhalt, che nel 2004 ha emesso dei *sukuk* su base *ijarah*, vincolando, quali *assets* sottostanti, alcuni immobili di proprietà del Ministero delle Finanze. I certificati, del valore complessivo di 100 milioni di euro, sono stati emessi da una SPV con sede sociale in Olanda (per fini fiscali)⁷⁹. Attraverso un contratto di *lease* della durata di 100 anni, lo Stato federale, attraverso il Ministro delle Finanze, ha concesso i beni alla SPV a fronte del pagamento di una somma pari all'emissione dei *sukuk* quale canone corrisposto in unica soluzione; successivamente la SPV ha concluso un contratto di *sub lease* con il quale concedeva i medesimi *assets* al Ministero delle Finanze per un periodo di 5 anni, garantendo così un flusso di cassa in grado di ripagare il rendimento dei titoli.

L'emissione è stata interamente sottoscritta, per il 60% da parte di investitori del Bahrain e degli Emirati Arabi Uniti e, per il 40% da investitori europei. Al fine di rendere appetibile il prodotto, questo è stato quotato nella borsa di Lussemburgo e in Bahrain.

Trattandosi di un'emissione su base *ijarah* i certificati erano liberamente negoziabili nel mercato secondario e, pertanto facilmente convertibili in moneta da parte dei sottoscrittori.

Sono significative le parole del Ministro delle Finanze Regionali, il quale ha indicato due ordini di ragioni che hanno portato il governo locale a ricorrere alla finanza islamica. La prima ragione è economica: si è presa coscienza della numerosità degli investitori islamici e

⁷⁸ Cfr., A. THOMAS, *Opportunities*, cit., 154 ss., spec., 168, il quale condivisibilmente osserva come non vi siano ragioni per non ricorrere a forme di Islamic securitization utilizzando *assets* situati in nazioni non islamiche.

⁷⁹ L'operazione, che ha ottenuto un rating AAA da parte di Fitch e di AA- da parte di Standard & Poor's, è stata curata dalla Citibank e dalla Kuwait Finance House; la *fatwā* di conformità ai precetti islamici è stata emessa dallo *Shari'a Board* della Citi Islamic Investment Bank, il ramo islamico del gruppo Citigroup.

dell'opportunità di offrire loro dei prodotti adeguati; la seconda invece concerne un profilo di 'cortesia' internazionale, nella prospettiva del lancio di un messaggio di rispetto per le altre culture che hanno differenti regole di investimento⁸⁰.

L'esperienza pubblica tedesca non poteva non trovare un seguito nel Regno Unito, come detto, l'unico pronto a gestire la finanza islamica in via diretta. Nel 2014, infatti, il Governo inglese ha proceduto all'emissione di *Sovereign Sukuk* per un importo di 200 milioni di sterline. Il successo dell'operazione deve spingere gli altri Governi europei a valutarne le potenzialità: il prodotto ha avuto una richiesta di sottoscrizione pari a 2 miliardi e 300 milioni di sterline (11 volte l'emissione). I 'fortunati' sottoscrittori erano di varia estrazione: fondi sovrani, banche centrali e ordinarie, istituzioni finanziarie internazionali non solo di provenienza dal mondo islamico. Anche in questo caso si è trattato di un *Ijara-based sukuk* che ha visto la 'cartolarizzazione' di 3 *assets* immobiliari governativi. Il prodotto finanziario, che ha visto la propria scadenza il 22 luglio 2019, è stato quotato presso il *London Stock Exchange*.

Il Governo inglese ha di recente annunciato una nuova emissione di *Sukuk*.

Sempre nel Regno Unito, la *Al Rayan Bank*, la maggiore delle banche islamiche istituite nel territorio, ha emesso, nel mese di febbraio del 2018, *Sukuk* per un ammontare di 250 milioni di sterline. L'emissione ha avuto un *rating* AAA da parte di *Standard & Poors* e di Aaa da parte di *Moody's*. Anche in questo caso si è assistito ad una *oversubscription* del 155%.

L'appetibilità del mercato europeo è stata avvertita anche dalla principale compagnia aerea del Medio Oriente, la *Emirates*, che, nel 2015, ha deliberato un'emissione di *Sukuk* pari a circa 1 miliardo di dollari, che è stata interamente garantita dall'UKEF (*United Kingdom Export Finance*), atteso che il finanziamento era finalizzato all'acquisto di nuovi aerei Airbus A-380 per la propria flotta da una società situata in Galles. I titoli sono quotati presso la borsa di Londra nonché al NASDAQ Dubai.

Degna di nota, infine, la recente emissione, da parte di una società

⁸⁰ Cfr. T. BOX e M. ASARIA, *Islamic finance market turns to securitization*, in *International Financial Law Review*, 1, 2005, 22 ss.

di servizi finanziari tedesca, di *sukuk* per un controvalore di 55 milioni di US\$ aventi quale *asset* sottostante la proprietà intellettuale relativa ai propri *software* e i relativi brevetti⁸¹.

7. I vantaggi derivanti dall'emissione di *sukuk* nel mercato europeo

Il ricorso all'emissione di *sukuk* costituisce indubbiamente una tra le opportunità più interessanti per l'attrazione di nuovi investitori, istituzionali e non, che abbiano la necessità di operare sul mercato in maniera *Sharī'a compliant*, con l'addizionale vantaggio di essere appetibili anche per coloro che non professino il credo islamico ma che, invece, nutrano un interesse per operazioni di prestito maggiormente 'sicure' rispetto al mercato obbligazionario o dei titoli di stato.

Si è rilevato in precedenza che la proibizione del *ribā* impone, da un lato, che il mercato dei prestiti sia *asset based*, ossia trovi il proprio fondamento non sulla remunerazione della moneta, quanto sul suo legame con dei beni in grado di generare profitti da distribuire, dall'altro, che venga realizzato l'obiettivo del *risk sharing*⁸².

Laddove, infatti, il mercato convenzionale del prestito genera strutturalmente un debito dell'emittente, i *sukuk* identificano una partecipazione nella titolarità di un *asset* esistente o '*well defined*', nonché di un progetto, con contestuale partecipazione al rischio di impresa da parte dei sottoscrittori dei certificati.

Il governo, ovvero una società che intenda accedere al mercato del debito, assumerà il ruolo di *originator* che cederà gli *assets* ad una società-veicolo (*Special-Purpose Vehicle* – SPV), appositamente costituita per l'operazione che, dal canto suo, provvederà all'emissione dei certificati rappresentativi e a collocarli sul mercato.

La struttura più semplice, ma anche la più utilizzata, è certamente

⁸¹ Si è trattato della più rilevante emissione di questo tipo in Europa; cfr., le recenti analisi di S. JAFFER, *sukuk: from a niche instrument to a global financial alternative*, in *World Commerce Review*, June 2013, 86 ss., e di A.H.A. KHALEQ e B. COSGRAVE, *New sukuk asset classes: Opportunities presented by intellectual property rights*, in <http://www.velaw.com/uploadedFiles/VEsite/Resources/v9i47.pdf>

⁸² Cfr. A.H. KHALEQ e C.F. RICHARDSON, *New Horizons for Islamic Securities*, cit., 409 ss.

quella dell'emissione basata su di un contratto di *sale and lease back* (*Ijarah-sukuk*), attesa la natura reale degli *assets* sottostanti dotati di redditività tale da consentire, sia l'alienazione dell'*asset*, fermo il vincolo derivante dall'emissione dei *sukuk*, sia la circolazione anche degli stessi certificati nel mercato secondario.

Al fine di rendere maggiormente appetibile l'operazione per i sottoscrittori appaiono preferibili quelle emissioni collegate al fenomeno del *true sale* propria delle emissioni c.dd. *asset-backed* nelle quali si perfeziona il trasferimento reale degli *assets* da parte dell'*originator* in favore della SPV, che emette i *sukuk*: come già sottolineato, i sottoscrittori non hanno azione nei confronti dell'*originator* potendo fare affidamento per il 'ritorno' del proprio investimento esclusivamente sull'andamento degli *assets* e sul relativo *cash flow*⁸³.

Quanto al rendimento del prestito, i sottoscrittori ricevono pagamenti periodici da parte dell'utilizzatore degli *assets*, per la sola ipotesi, tuttavia, che questi ultimi abbiano generato un profitto. Come già osservato, al fine di scongiurare il rischio della perdita del capitale investito, si è ritenuto possibile garantire i sottoscrittori attraverso la conclusione parallela di un'opzione *put* con la quale l'emittente si impegna a riacquistare i certificati ad un prezzo determinato.

Alla fine della durata del prestito, o nel caso di risoluzione del rapporto, la SPV aprirà la fase di liquidazione mediante retrocessione degli *assets* nella titolarità dell'*originator* ad un prezzo prefissato, cui segue il rimborso ai titolari dei certificati degli importi corrisposti al momento della sottoscrizione.

L'operazione, come detto, può essere utilizzata sia per l'emissione di debito governativo, in sostituzione o in affiancamento all'emissione di titoli di stato, sia dalle società private dotate di *assets* reali 'separabili' e in grado di produrre *cash flow* idoneo a ripagare i sottoscrittori dei certificati del loro investimento.

L'esempio dell'emissione di *Ijarah Sukuk* nello stato federale della Sassonia-Anhalt e le più recenti emissioni, da parte del governo inglese, di certificati *Shari'a compliant* segna la strada da seguire nella prospettiva sia dell'integrazione culturale che dell'attrazione di finanza da parte di investitori non propensi ad operare in un mercato

⁸³ Cfr., F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., 51 s.

non conforme al rispetto dei principi e delle proibizioni coraniche.

Finanziamento delle PMI e nuove tecnologie fra raccolta del capitale e creazione di “valori”

SOMMARIO: 1. Il *crowdfunding* come forma alternativa di accesso al credito per le PMI. – 2. La creazione di un ecosistema imprenditoriale favorevole alla creazione e allo sviluppo delle PMI nel prisma delle fonti europee e l’evoluzione normativa del fenomeno. – 3. La rivoluzione del sistema attraverso la creazione di nuovi “valori” e la raccolta di *Finanzkapital* alla luce del processo di “disintermediazione”. – 4. *Blockchain*, criptovalute e *cryptocrowdfunding*: la raccolta di capitale nelle PMI nell’era della *sharing economy*. – 5. Il conferimento di criptovalute nelle PMI: (breve) considerazioni a margine di una recente giurisprudenza di merito. – 6. Riflessioni conclusive.

1. Il crowdfunding come forma alternativa di accesso al credito per le PMI

«*It is difficult to give an exact definition of the term crowdfunding given that it is an evolving phenomenon*»¹: con il termine *crowdfunding*, di importazione anglo-americana, si fa comunemente riferimento ad una particolare tecnica di finanziamento che si realizza tramite la raccolta di fondi su piattaforme che operano on line². Cionondimeno, se si parte dal presupposto che è fisiologicamente impossibile per il legislatore fare fronte senza soluzione di continuità ai rapidi mutamenti imposti (in tutti i settori) dall’incessante sviluppo delle nuove tecnologie, si comprende con immediatezza perché – a dispetto dell’apparente semplicità della definizione data – possa affermarsi che ci si trovi in realtà dinnanzi ad un fenomeno la cui qualificazione giuridica può risultare particolarmente gravosa, soprattutto in considerazione degli effetti che ne possono scaturire sul

¹ Cfr. C.E. DE QUESADA, *Crowdfunding in Europe*, in *European Contract Law in the Digital Age*, Cambridge, 2018, 103 ss. (107).

² Cfr. C.E. DE QUESADA, *op. cit.*, 107: «However, in general terms it can be described as a way, tool or channel of raising finance for a specific project or business, typically through contract platforms on the Internet, from a mass of small investors or funders [...] who usually contribute with small amounts of money. The contract platform puts the calls on its website, where it remains open for a certain period of time and, in most cases, contributions are only formally vested if the project reaches an amount previously stated by the promoter».

piano della disciplina applicabile.

Come ormai noto, esso indica infatti quel processo mediante il quale molte persone erogano contributi (di qui, l'utilizzo combinato delle parole inglesi *crowd*, folla, e *funding*, finanziamento) per favorire lo sviluppo di un progetto o di una iniziativa, non necessariamente imprenditoriale, ritenuta meritevole di sostegno indipendentemente dalla sua natura remunerativa, dunque, dalla previsione di un ritorno economico. Per le sue caratteristiche, può trovare applicazione in tutti gli ambiti, in quanto può, potenzialmente, servirsene chiunque abbia un progetto da realizzare e sia, pertanto, disposto a pubblicizzarlo in dettaglio su specifici portali che curano la raccolta di tali fondi³.

In presenza di certe condizioni, i contributi si configurano quali veri e propri prestiti: è questo il caso del c.d. *lending based crowdfunding* (anche detto *peer to peer*, P2P) che, pur potendo atteggiarsi in forme differenti, rappresenta quella tecnica di finanziamento consistente, appunto, in prestiti effettuati da privati o erogati da istituzioni di diverso tipo in favore di altri privati o di imprese. Nel primo caso, il prestito avviene di solito (ma non necessariamente) senza garanzie da parte del ricevente; nel secondo, cioè quando il finanziamento avviene in favore di un'impresa, è invece generalmente prevista una qualche forma di garanzia⁴.

³ Il termine è stato coniato da Michael Sullivan che, nel 2006, lanciò la prima piattaforma per l'adozione di questa tecnica, *Fundavolg*, sulla quale si potevano effettuare donazioni on line a favore di progetti legati a videoblog. Tuttavia, il suo tentativo di creare un incubatore di progetti in questo ambito non ebbe molto successo, per cui la prima piattaforma più nota è *Kickstarter*, sorta nel 2009 e in seguito divenuta la piattaforma più famosa al mondo, in quanto incubatore di iniziative imprenditoriali tra loro molto diverse: cfr. U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013, 1 ss., a cui si rimanda anche per un approfondimento in ordine alle vicende storiche dell'istituto.

⁴ In riferimento al *lending based crowdfunding*, va detto che, a luglio 2019, la Consob ha pubblicato il quinto Quaderno *FinTech* sul tema *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in cui sono state messe in evidenza le ragioni economiche sottese al suo sviluppo e le problematiche che ne derivano ed è stato posto l'interrogativo sull'efficacia dell'attuale assetto regolamentare anche attraverso un'analisi comparata delle discipline dei principali Paesi europei e degli Stati Uniti. Per approfondire caratteristiche, modelli operativi delle relative piattaforme e sistema di funzionamento di tale strumento, *ex multis*, v.

Tuttavia, tale nuova forma di prestito assume caratteristiche ulteriori e diverse quando lo stesso, oltre ad essere erogato per il finanziamento di una iniziativa imprenditoriale, prevede una ricompensa, quale la partecipazione ai profitti futuri derivanti dalla stessa, indipendentemente dall'assunzione della qualifica di socio della società richiedente. In quest'ultima ipotesi si parla di *royalty based* o *profit-sharing crowdfunding* per distinguere la fattispecie descritta dal c.d. *investment-based crowdfunding*, la cui particolarità risiede invece nel fatto che, a fronte dei prestiti ricevuti, l'impresa emette delle azioni o delle obbligazioni che offre ai suoi stessi finanziatori servendosi della medesima piattaforma che ha raccolto, per suo conto, il capitale.

Rientra in essa l'*equity based crowdfunding*, una particolare tecnica di finanziamento delle imprese per cui i soggetti che finanziano on line una società divengono soci di questa e, partecipando pienamente al suo andamento, si assumono, pro quota, il rischio di impresa⁵.

AA.VV., *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*, U. Filotto (a cura di), Roma, 2016; E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.T. Paracampo (a cura di), Torino, 2017, 163 ss.; M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di economia e finanza della Banca d'Italia*, 375-marzo 2017, on line all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/index.html>; F. CRISTINI, *Fintech e credito. Disintermediazione o nuova intermediazione?*, in www.dirittobancario.it, 19 febbraio 2019. In ambito internazionale, *ex multis*, v. K. JUDGE, *The Future of Direct Finance: The Diverging Paths of Peer-to-Peer Lending and Kickstarter*, in *Wake Forest Law Review* 50, 2015, 603; A. MILNE, P. PARBOTEEAH, *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*, *European Credit Research Institute*, 17 maggio 2016; C.E. DE QUESADA, *op. cit.*, 114 ss.

⁵ Cfr. R. CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 147 ss. (150). Per un approfondimento del fenomeno rappresentato dall'*equity based crowdfunding* e il suo sistema funzionamento (anche con riferimento alla materia strettamente societaria), *ex multis*, v. M. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss.; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. "dematerializzazione" delle quote di s.r.l.*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 537 ss.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in

È evidente come il meccanismo appena descritto, se si prescinde dalle particolari modalità di collocazione dei prodotti finanziari emessi (che, in questo caso, avviene solo su apposite piattaforme digitali), ne richiami alla mente un altro, ben più noto: quello per il quale nel nostro ordinamento una società di capitali, se costituita in forma di società per azioni, può raccogliere capitale di rischio o autofinanziarsi dall'esterno, senza per questo doversi necessariamente rivolgere ad investitori professionali.

Senonché, questa possibilità è oggi attribuita anche alla società a responsabilità limitata in base ad un articolato sistema di norme la cui *ratio* risiede nel tentativo del legislatore di arginare gli effetti della crisi economica che nell'ultimo decennio ha attraversato il Paese, dunque, di incentivare la nascita e lo sviluppo di PMI⁶. E, ancora, di superare, seppure entro confini ristretti e ben delimitati, i limiti derivanti dal divieto di finanziamento di tale tipo di società con la tecnica cartolare, «virtualmente idonea a creare un mercato secondario dei diritti alla restituzione del capitale prestato e al suo rendimento»⁷.

Giur. it., 2016, 2287 ss.; N. CIOCCA, F. ACCETTELLA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, 237 ss.; N. DE LUCA, S.L. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Digesto/comm. Aggiornamento*, S. Bellomo, M. Cian, G. Ferri jr., D.U. Santosuosso, F. Tesaro (a cura di), Torino, 2017, 159 ss.; E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in questa *Rivista*, 2018, I, 133 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 509 ss.; M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 650 ss. Nella letteratura internazionale, *ex multis*, v. C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, 1 ss.; A. AGRAWAL, C. CATALINI, A. GOLDFARB, *Some simple economics of crowdfunding*, in *Innovation Policy and the Economy*, 2014, 8 ss.

⁶ Per avere un'idea del rilievo che il suo utilizzo ha avuto negli ultimi anni sul piano del finanziamento delle imprese che si sono avvalse di questo strumento con l'ausilio di tali piattaforme, utilizzate da vetrina virtuale, v. A. ROSA, *Il crowdfunding in un recente rapporto della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2016, 975 ss., rif. a COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on Crowdfunding in the EU Capital Market Union*, visionabile all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf.

⁷ Cfr. P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 799 ss. (803).

Tale tecnica è rimasta “prerogativa” delle sole società per azioni⁸ per decenni e, comunque, fino alla modifica – nel 2003 – dell’art. 2483 c.c. che ha consentito alla società a responsabilità limitata di emettere titoli di debito, al chiaro scopo di favorirne il finanziamento, consentendole di “circuitare” l’intermediazione bancaria⁹.

Va da sé che il riconoscimento normativo dell’*equity based crowdfunding* e la sua introduzione in un ambito al quale era tradizionalmente estranea qualsiasi forma di autofinanziamento (che non provenisse – come si è detto, dopo il 2003 – dalla eventuale emissione di titoli di debito destinati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali) ha rappresentato una rivoluzione copernicana, in grado di segnare il passaggio dal diritto societario “classico” ad un diritto societario “nuovo”, capace di rinnovarsi e sfruttare lo sviluppo delle nuove tecnologie come punto di forza.

2. La creazione di un ecosistema imprenditoriale favorevole alla creazione e allo sviluppo delle PMI nel prisma delle fonti europee e l’evoluzione normativa del fenomeno

Il percorso che ha portato all’attuale definizione del campo di applicazione dell’*equity based crowdfunding* (da ora, *equity crowdfunding*) ha preso avvio dagli artt. 25 ss. (contenuti nella Sezione IX, «Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative») del c.d. Decreto Crescita *bis* rappresentato dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, recante «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese», convertito con modificazioni in l. 17 dicembre 2012, n. 221.

Il suo primo, vero, riconoscimento nel nostro ordinamento ha riguardato le sole *start-up* innovative (benché riconducibili, esclusivamente, a società di capitali o cooperative, anche a vocazione sociale). L’art. 26, comma 5, del d.l. n. 179/2012, così come coordinato con la l. n. 221/2012, ha previsto che «in deroga a quanto previsto dall’articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in *start-up* innovative¹⁰ costituite in forma di società

⁸ Così si esprime la *Relazione al Codice Civile del 1942* (n. 1015), consultabile sul sito del Consiglio Nazionale Forense (www.consiglionazionaleforense.it).

⁹ Cfr. P. SPADA, *op. cit.*, 802.

¹⁰ Con il d.l. n. 179/2012 è stata introdotta una normativa organica volta a

favorire la nascita e la crescita di nuove imprese ad alto valore tecnologico, con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo di un ecosistema imprenditoriale orientato all'innovazione, capace di creare nuova occupazione e di attrarre capitale umano e finanziario dal mondo (www.mise.gov.it). Ai sensi dell'art. 25, comma 2, del d.l. n. 179/2012, così come successivamente integrato e modificato, per *start-up* innovativa deve intendersi una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni rappresentative del capitale sociale (ove si tratti di società per azioni) non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che (stante l'avvenuta soppressione del requisito in origine previsto dalla lettera *a*), secondo cui i soci, persone fisiche, avrebbero dovuto detenere, per almeno ventiquattro mesi dalla costituzione, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci) sia in possesso dei seguenti requisiti: (se non di nuova costituzione) sia stata costituita non più di sessanta mesi prima dell'entrata in vigore di detto decreto (*b*); abbia la residenza in Italia ai sensi dell'art. 73 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia (*c*); a partire dal secondo anno di attività, abbia una produzione annua il cui valore totale, come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non sia superiore a 5 milioni di euro (*d*); non distribuisce, e non ha distribuito, utili (*e*); ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico (*f*); non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda (*g*). Presenti, inoltre, almeno uno dei seguenti requisiti (*h*): 1) le spese in ricerca e sviluppo uguali o superiori al quindici per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della *start-up* innovativa. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del *business plan*, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso; 2) l'impiego, come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale; 3) il possesso, in qualità di titolare, depositaria o licenziataria, di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero la titolarità dei diritti relativi ad un

a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari». In quest'ottica il legislatore ha fornito, nell'art. 30 della stessa l. n. 221/2012, modificativa del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, contenente il TUF-Testo Unico della Finanza, la (prima) definizione sul piano normativo di «portale per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative»¹¹. A completamento di tale disciplina di carattere primario, la Consob ha quindi emanato il Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013, per stabilire regole precise in ordine all'individuazione degli operatori autorizzati alla raccolta del capitale on line e alle modalità di svolgimento della relativa attività da parte delle stesse (*start-up* innovative).

Tali norme, introdotte sul piano legislativo e regolamentare, hanno avuto la funzione di «creare un ecosistema favorevole alle *start-up* innovative»¹²: benché siano state emanate allo scopo di favorire lo sviluppo dell'innovazione e dell'imprenditoria giovanile, esse possono essere però inquadrare nell'ambito di un più ampio fenomeno che negli ultimi anni ha riguardato l'Italia e, più in generale, l'Europa.

Quando è stato introdotto nel nostro Paese, il pacchetto di regole dedicato alle *start-up* innovative di cui al d.l. n. 179/2012 si è immediatamente segnalato per la sua “poliedricità”, del tutto ignota agli altri Stati europei, e per l’“originalità” delle soluzioni adottate sul

programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché (tali privative siano) direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa. Per un'ampia panoramica sulle *start-up* innovative e la loro regolamentazione attuale, v. *La start-up innovativa. Guida sintetica per utenti esperti sugli adempimenti societari, redatta dalle Camere di Commercio con il coordinamento del Ministero dello Sviluppo Economico* (on line, all'indirizzo <http://www.fe.camcom.it/attivitaistituzionali/registro-imprese/start-up/guida-start-up-innovative-giugno-2019>).

¹¹ Le modifiche al TUF introdotte dall'art. 30 della l. n. 221/2012 hanno riguardato l'art. 1, commi 5-*novies* e 5-*decies*, l'art. 50-*quinquies* e l'art. 100-*ter*. Sulle implicazioni derivanti (anche) dalla modifica e/o dall'introduzione delle norme del TUF in riferimento alla disciplina della società a responsabilità limitata (non soltanto se costituita in forma di *start-up* innovativa, in quanto le norme sull'*equity crowdfunding* di cui al d.l. n. 179/2012, convertito in l. n. 221/2012, sono state in seguito estese prima a tutte le PMI innovative, poi a tutte le PMI, anche non innovative, *infra*, in questo stesso paragr.), *ex multis*, v. N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 ss.

¹² Così la *Relazione al d.l. n. 179/2012*.

piano del diritto societario. Tuttavia, queste caratteristiche, pur rimarcando l'assoluta differenza dell'approccio italiano rispetto a quello delle esperienze straniere, sono risultate in linea con la tendenza comunitaria a dettare regole nell'ambito del diritto commerciale in grado di fare da volano per le imprese di nuova costituzione e, più in generale, di rappresentare «un trampolino di lancio»¹³ per quelle (imprese) la cui struttura, a prescindere dalla matrice innovativa, nel quadro della crisi economica mondiale, aveva mostrato evidenti segni di debolezza.

Infatti, le strette connessioni dell'impresa giovanile (non soltanto a carattere innovativo) con la PMI, in Italia, hanno indotto il legislatore ad introdurre tali norme che – avendo l'una e l'altra (categoria), per la gran parte, forma coincidente con quella della società a responsabilità limitata – hanno da subito sollevato importanti interrogativi in ordine alla compatibilità tra modelli e discipline di diritto societario tra loro tanto differenti, ponendo così un «problema tipologico»¹⁴.

Nel contesto europeo hanno, invece, segnato una tappa importante del lungo processo avviatosi alle soglie del nuovo millennio, proseguito con l'adozione dello «Small Business Act for Europe», Comunicazione della Commissione europea del 25 giugno 2008, finalizzata alla creazione di un quadro strategico per consentire un migliore sfruttamento del potenziale di crescita e di innovazione delle

¹³ Cfr. M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo. Atti del convegno Courmayer, 18-19 settembre 2015*, P. Montalenti (a cura di), Milano, 2016, 89 ss., in cui l'A. definisce «poliedrica» la disciplina introdotta «per la varietà delle azioni intraprese» su molteplici piani che, oltre il diritto societario e quello dell'impresa in senso stretto, hanno interessato numerosi altri ambiti (in particolare, il diritto del lavoro, la materia fiscale, il diritto dei mercati finanziari), portando ad una vera e propria «rimodulazione» del diritto privato sostanziale di questa tipologia di imprese.

¹⁴ Tanto da suscitare significativi dubbi sulla riconducibilità (o meno) di tali imprese innovative ai tipi ordinari e, soprattutto, al tipo della società a responsabilità limitata «comune»: *ex multis*, v. P. SPADA, M. MALTONI, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 1113 ss. (1117); M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, cit., in part. 90 e 103, in cui l'A. si sofferma sul problema legato all'«effetto ibridante della disciplina delle imprese innovative» e, alla luce di ciò, si interroga sulla possibilità di considerare tale disciplina «speciale» o di parlare, in proposito, di «autonomia tipologica» della fattispecie.

PMI, e culminato (senza per questo essersi concluso) nella emanazione di numerosi altri provvedimenti rivolti alle imprese di piccole e medie dimensioni, sul presupposto che esse rappresentino il novantanove per cento di tutte le imprese esistenti in Europa.

Quando si parla di PMI si deve pertanto (ancora oggi) fare riferimento ai criteri (già) individuati, in forma embrionale, dall'art. 2 della Raccomandazione della Commissione Europea 361/2003 del 6 maggio 2003, relativa alla «definizione delle microimprese, piccole e medie imprese», ripresi (anche) in alcuni altri atti successivamente adottati dalla stessa Unione Europea con lo scopo di creare un *corpus* di norme comuni alle imprese di piccole e medie dimensioni ed imprimere loro, per questa via, una spinta significativa, in grado di favorirne lo sviluppo e accelerarne la crescita anche oltre i confini nazionali.

Seppure non sia ad essa identica, è sovrapponibile a questa (nozione di PMI) anche la definizione di PMI fornita dall'art. 2, paragrafo 1, lettera *f*), alinea *i*), del Regolamento UE 2017/1129 del 14 giugno 2017, relativo al «prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato»¹⁵, in forza del quale, per PMI, deve intendersi quell'impresa che, in base al più recente bilancio annuale o consolidato, soddisfi almeno due dei seguenti criteri: «a) il numero medio dei dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; b) il totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; c) il fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro».

Tale definizione di PMI, fornita dall'art. 2, paragrafo 1, lettera *f*), alinea *i*), va tenuta distinta dall'altra (definizione) riguardante esclusivamente le PMI che abbiano «una capitalizzazione di borsa», alla quale è lo stesso Regolamento UE 2017/1129, nell'art. 2, paragrafo 1, lettera *f*), alinea *ii*), a fare riferimento, con un espresso rinvio all'art. 4, paragrafo 1, punto 13, della Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014, c.d. MiFID II («Markets in Financial Instruments Directive»).

¹⁵ Che ha abrogato la Direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003, relativa al «prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari», che ha a sua volta abrogato la Direttiva 2001/34/CE, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori.

Entrata in vigore in tutta l'Unione il 3 gennaio 2018, la c.d. Direttiva MiFID II ha disciplinato, insieme al Regolamento UE 600/2014 del 15 maggio 2014, c.d. MiFIR («Markets in Financial Instruments Regulation»), il funzionamento dei mercati finanziari dell'Unione Europea, così modificando la precedente regolamentazione, rappresentata in tale ambito dalla Direttiva 2002/92/CE e dalla Direttiva 2011/61/UE. Entrambi i provvedimenti, aventi la funzione di dettare regole comuni in tutti gli Stati membri per la tutela degli investitori ed il rafforzamento delle garanzie imposte dalla posizione di svantaggio in cui questi si trovano a causa dello “squilibrio” contrattuale connaturato al mercato mobiliare, sono inquadrabili nell'azione intrapresa dall'Unione Europea allo scopo di creare un mercato unico dei capitali, rivolgendo particolare attenzione alla diversificazione degli strumenti di finanziamento per le PMI, soprattutto a carattere innovativo¹⁶. Non per questa loro connotazione devono, però, essere ritenuti il risultato di una tendenza nuova o sconosciuta: invero, «sin dai primi passi di quella che oggi consideriamo la “moderna” disciplina del mercato mobiliare, l'attenzione è stata più volte rivolta, con tratti diversi a seconda del tempo, alle piccole e medie imprese, soprattutto, ma non soltanto, in Italia, dove il tessuto economico è (ancora) prevalentemente composto da imprese di non rilevanti dimensioni, e dove da sempre è avvertita l'esigenza di diversificare le fonti di finanziamento delle imprese, rispetto alla tradizionale dipendenza – assolutamente preponderante – dal credito bancario»¹⁷.

Stante la fisiologica incapacità di queste imprese di dimensioni medio-piccole di procurarsi non «capitale di rischio», bensì proprio «capitale di credito»¹⁸ è intuibile che fornire ad esse una simile

¹⁶ In proposito, v. *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union* (COM(2015)468/2), visionabile *on line* al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu>. Per una disamina più approfondita in ordine all'interesse dell'Europa per le nuove tecniche di finanziamento delle imprese, inoltre, v. R. CARATTOZZOLO, *op. cit.*, 151-154.

¹⁷ Cfr. F. ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo. Atti del convegno Courmayer, 18-19 settembre 2015*, cit., 131 ss.

¹⁸ Cfr. P. SPADA, *op. cit.*, 802.

occasione significa(va) offrire loro l'opportunità di accedere ad un importante canale di finanziamento¹⁹ che, soprattutto per quelle di nuova costituzione, ma non solo, poteva – e, di fatto, può – rivelarsi vitale²⁰. Mediante il ricorso all'*equity crowdfunding*, si riesce, infatti, a favorire la provvista dei mezzi propri e di credito e a “diluire” nel tempo i rischi dell'indebitamento, ma anche a ridurre i costi²¹ che l'impresa societaria genera sia direttamente sia indirettamente: i primi per la produzione di dati e notizie rilevanti, i secondi per la comunicazione di informazioni, oltre che ai concorrenti, agli altri *stakeholders*²², tra cui le banche che, davanti alla comunicazione di informazioni a contenuto negativo, possono ad esempio aumentare il costo del denaro²³. Per questa ragione, in una stagnante fase di instabilità economica del sistema come quella che nell'ultimo decennio ha colpito l'Italia e, più in generale, l'Europa, la diffusione del fenomeno legato al ricorso all'*equity crowdfunding* – in grado, secondo la Banca Centrale Europea, di «offrire un'efficace soluzione alle turbolenze derivanti dalla crisi economica e dalle carenze

¹⁹ Sul problema del finanziamento delle PMI e i vantaggi offerti dallo sfruttamento delle nuove tecnologie in questo settore, v. J.E. FISCH, *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?*, in *J. Small & Emerging Business Law*, 1988, 57 ss.

²⁰ Sull'importanza della ricerca di forme di finanziamento delle PMI differenti dal credito bancario e ad esso alternative (tra cui anche l'*equity crowdfunding*), in generale, v. I. SUPINO, *Individuazione di «Forme alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contr. Impr.*, 2016, 933 ss. Con particolare riferimento all'*equity crowdfunding* nella stessa prospettiva, v. A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. Impr.*, 2014, 519 ss.

²¹ Cfr. P. SPADA, M. MALTONI, *op. cit.*, 579 ss. (580) e, con aggiornamenti, 1114; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 699 ss. (700).

²² Sul punto e, in particolare, con riguardo al rapporto tra *agency problems* e *equity crowdfunding*, v. F. MACCHI, *Corporate Law and Economics of equity crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, 555 ss.

²³ Cfr. G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 203, rif. a C. LEUZ, P.D. WYSOCKI, *Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation. A Review and Suggestions for Future Research*, 2008, 9 ss., on line all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398.

nell'erogazione del credito da parte degli operatori bancari»²⁴ – ha assunto eccezionale rilevanza e portato a premere l'acceleratore nella direzione di una più compiuta ed estesa (ma non per questo, completa) regolamentazione della materia ad esso riconducibile. Considerata la già avvenuta regolamentazione del fenomeno negli Stati Uniti²⁵, anche il legislatore italiano, come quello europeo, ha pertanto scelto di incoraggiarne l'utilizzo²⁶, secondo regole e strategie proprie.

²⁴ Così l'editoriale de *IlSole24Ore*, 6 dicembre 2013, *Draghi: priorità all'economia reale*.

²⁵ Essi sono stati infatti il primo Paese al mondo a regolamentare tale tecnica di finanziamento con l'adozione nel 2012 del c.d. *JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act)*. Tuttavia, la normativa italiana e quella statunitense presentavano, e di fatto ancora presentano (nonostante le più recenti modifiche normative intervenute nel nostro Paese), notevoli differenze: per un approfondimento, *ex multis*, v. A. GUACCERO, *op. cit.*, 702 ss.; N. DE LUCA, *op. cit.*, 3 ss. Inoltre, per un'analisi della diversità tra le discipline dei due Paesi (con riguardo, soprattutto, alla responsabilità del portale che opera da intermediario e all'importanza del suo intervento nel sistema di raccolta dei capitali *de quo*), v. C. IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2016, 1 ss.

²⁶ Ancora oggi in realtà il quadro normativo europeo in materia di *crowdfunding* non è omogeneo. Tuttavia, mentre, nel 2018, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno presentato una *Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers for Business-ECSP*, meglio nota come *Regolamento Europeo sul Crowdfunding*, COM(2018)0113 final-2018/048/(COD), visionabile on line all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu>) e alcuni Stati membri stanno ancora lavorando alla possibile introduzione del primo testo legislativo in materia, Regno Unito, Francia, Spagna, Germania, Austria, Portogallo, Finlandia (e, in ultimo, Belgio e Paesi Bassi) hanno adottato una propria normativa con l'obiettivo di fare leva su tale, nuova, forma di finanziamento per fare crescere l'economia del proprio territorio. I (primi) testi normativi sul *crowdfunding* adottati dai Paesi indicati sono (stati): nel Regno Unito, l'*FCA's Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014* del 27 febbraio 2014 (FCA 2014/13); in Francia, l'*Ordonnance n. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif* e il *Décret d'application n. 2014-1053 du 16 septembre 2014 de l'Ordonnance n. 2014-559 du 30 mai 2014*; in Germania, il *Kleinanlegerschutzgesetz* del 23 aprile 2015; in Spagna, la *Ley 5/2015, de 27 de abril de 2015, de fomento de la financiación empresarial*; in Portogallo, la *Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto de Regime jurídico do financiamento colaborativo* e il *Regulamento da CMVM n.º 1/2016 de Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo*; in Austria, l'*Alternativfinanzierungsgesetz* del 19 maggio 2015; in Finlandia, il *Crowdfunding*

In tale prospettiva, il nostro Paese, primo a livello europeo e tra i primi a livello globale ad approvare un testo di legge avente ad oggetto l'*equity crowdfunding*, ha intrapreso la strada dell'estensione della disciplina primaria di cui al d.l. n. 179/2012, convertito nella l. n. 221/2012, per stimolare la crescita del settore e negli anni successivi ha quindi ampliato, non senza qualche incertezza (come dimostrato dalla molteplicità degli interventi normativi occorsi, a più riprese), il novero dei soggetti che possono ricorrere a tale tecnica. Così, con il c.d. *Investment Compact* o Decreto Crescita 3.0 (art. 4, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito in l. 24 marzo 2015, n. 339), la disciplina legata alla possibilità di raccogliere capitale di rischio mediante l'offerta al pubblico di prodotti finanziari tipica del *crowdfunding* è stata estesa in prima battuta alle PMI innovative²⁷, agli organismi di investimento

Act 734/2016 del 21 giugno 2016. Dopo la loro entrata in vigore, alcuni di essi sono stati già in parte modificati e integrati o, comunque, ulteriormente sviluppati. In molti casi, in aggiunta a tali regolamenti, sono stati inoltre adottati veri e propri Codici di Condotta (v., ad esempio, il *Code of practice of the UK Crowdfunding Association*; il *Code of Conduct for the French Crowdfunding Association*; il *Code of Conduct for the German Crowdfunding Association*). Per un approfondimento, v. N. DE LUCA–S.L. FURNARI–A. GENTILE, *op. cit.*, 161 ss.; C.E. DE QUESADA, *op. cit.*, 127 ss. Per un approfondimento della disciplina risultante a livello europeo dalle principali norme che regolano il fenomeno nei diversi Stati membri e un confronto con la normativa italiana, *ex multis*, v. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, cit., (133 ss). Con riferimento alla medesima questione dal diverso angolo visuale della disciplina del mercato dei valori mobiliari, *ex multis*, v. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca imp. soc.*, 2016, 283 ss.

²⁷ Per PMI innovative si intendono, ai sensi dell'art. 4, comma 1, del c.d. *Investment Compact* del 2015, le PMI, «come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE» che, costituite in forma di società di capitali, anche cooperativa, presentino i seguenti requisiti: abbiano la residenza in Italia, ai sensi dell'art. 73 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia (a); abbiano la certificazione del bilancio, eventualmente, anche consolidato (b); (ove si tratti di società per azioni) non abbiano azioni quotate in un mercato regolamentato (c); non siano iscritte nel «registro speciale» secondo quanto previsto d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, come convertito dalla l. 221/2012 (d). E, secondo quanto previsto dalla stessa norma, nella

collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in *start-up* innovative e in PMI innovative. In seguito, con il combinato disposto dell'art. 1, comma 70, della c.d. Legge di Bilancio 2017 (la l. 11 dicembre 2016, n. 232) con l'art. 57, comma 1, del relativo Decreto Correttivo (il d.l. 24 aprile 2017, n. 50) la possibilità di raccogliere capitale di rischio su portali on line è stata riconosciuta a tutte le PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata o di società per azioni, indipendentemente dal loro carattere innovativo, nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in PMI. In ultimo, l'art. 18, comma 8, del d.lgs. del 3 luglio 2017, n. 112, di revisione della disciplina in materia di impresa sociale, attraverso una nuova ed ulteriore modifica del TUF, ha previsto che anche le imprese sociali, costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa, possano dotarsi dei mezzi necessari allo svolgimento dell'attività e al perseguimento dell'oggetto sociale

lett. (e), ai fini della loro qualificazione come «innovative», presentino almeno due dei seguenti requisiti: 1) un volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione pari ad almeno il tre per cento del maggior valore tra costo della produzione e fatturato (dovendosi altresì annoverare, a tal fine, tra le spese in ricerca, sviluppo e innovazione, anche le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del piano industriale; le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati come definiti dall'art. 25, comma 5, del d.l. n. 179/2012, come convertito dalla l. n. 221/2012; i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca, sviluppo e innovazione, inclusi soci ed amministratori; le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso); 2) l'impiego di personale altamente qualificato (facendosi con ciò riferimento all'impiego di dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale); 3) il possesso, in qualità di titolari, depositarie o licenziatarie, di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero la titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

mediante il ricorso all'*equity crowdfunding*. E, in tempi ancora più recenti, la c.d. Legge di Bilancio 2019 (la l. 30 dicembre 2018, n. 145) ha previsto che attraverso tali piattaforme operanti on line possano essere vendute non soltanto quote di partecipazione, ma anche obbligazioni e strumenti finanziari di debito delle PMI, nei limiti stabiliti dal codice civile.

In quest'ottica, anche la normativa secondaria è stata modificata²⁸: dopo essere stato sottoposto a consultazione pubblica il 18 ottobre 2019, il c.d. Regolamento *Crowdfunding* è quindi stato adeguato al nuovo Regolamento UE 2017/1129 e alla c.d. Legge di Bilancio 2019.

Alla luce dei più recenti sviluppi normativi, la possibilità di ricorrere a tale modalità di finanziamento rappresentata dall'*equity crowdfunding* (e, più in generale, dal *crowdfunding*) riguarda oggi, nel nostro Paese, tutti i tipi di imprese costituite in forma di società di capitali o di società cooperative, anche a vocazione sociale, con un'unica limitazione, costituita dal rispetto dei parametri in presenza dei quali una società – indipendentemente dalla forma in cui sia costituita, dunque, dal suo *nomen iuris* – è qualificabile come PMI. Tale estensione desta, tuttavia, qualche perplessità.

3. *La rivoluzione del sistema attraverso la creazione di nuovi “valori” e la raccolta di Finanzkapital alla luce del processo di “disintermediazione”*

«Complice la notoria sottocapitalizzazione delle imprese italiane e la preoccupazione degli imprenditori di conservare il controllo societario con limitati esborsi finanziari, le esigenze di provvista delle imprese italiane sono state storicamente soddisfatte con il massiccio ricorso all'indebitamento bancario e, al più, quantomeno nelle società “chiuse”, all'emissione di prestiti obbligazionari, spesso sottoscritte

²⁸ Il Regolamento Consob (n. 18592 del 26 giugno 2013) è stato in realtà modificato, per la prima volta, in seguito all'entrata in vigore del c.d. *Investment Compact*, con la delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016. Successivamente, con la con la delibera n. 20204 del 29 novembre 2017 e, ancora, con la delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018 (c.d. Regolamento Consob *Crowdfunding*), adottata alla luce dell'emanazione del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, di recepimento della c.d. Direttiva MiFID II (del 2014).

dai medesimi soci di controllo²⁹. Nelle PMI invece il *funding* è stato storicamente garantito, oltre che dai finanziamenti delle banche, dai prestiti dei soci in c/c capitale, nelle diverse declinazioni del fenomeno»³⁰.

Ora, da alcuni anni, la situazione è parzialmente cambiata per le società per azioni: quelle negoziate sui mercati regolamentati, soprattutto in presenza di operazioni di aumento di capitale, hanno vissuto una stagione di energica rivitalizzazione sia qualitativa sia quantitativa³¹, tanto da condurre a vigorose e reiterate revisioni normative e/o regolamentari in settori strategici per l'economia del Paese, quale quello finanziario, bancario e assicurativo; viceversa, le società “chiuse” hanno potuto comunque sempre ricorrere all'emissione di strumenti finanziari “ibridi”³² diversi sia dalle azioni sia dalle obbligazioni che rappresentano una «diversa e più flessibile forma di finanziamento dell'impresa»³³.

Non è stato così per le società a responsabilità limitata, i cui confini (indipendentemente dalle dimensioni raggiunte) sono sempre stati ben delimitati da regole che, nel loro insieme, ne hanno delineato un quadro «chiaramente costituito sul fondamento della rilevanza individuale del socio»³⁴; rilevanza, che neppure l'entrata in vigore

²⁹ Per un approfondimento in ordine alle sottili differenze tra finanziamento, investimento e controllo, v. T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, 687.

³⁰ Cfr. Editoriale. *Gli aumenti di capitale delle società quotate: una nuova era del «Finanzkapital»?*, L.A. Bianchi, P. Gualtieri, M. Notari (a cura di), in *Analisi giur. econ.*, 2017, 3 ss. (p. 4).

³¹ Il che induce a ripensare attentamente alla centralità del “capitale finanziario”, non soltanto nel mercato italiano: cfr. L.A. Bianchi, P. Gualtieri, M. Notari (a cura di), *op. cit.*, p. 4.

³² Per una panoramica più ampia in ordine a detti strumenti, *ex multis*, v. M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss.

³³ Cfr. C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari “ibridi” e risanamento dell'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 230 ss., il quale evidenzia la rilevanza strategica che la loro emissione può avere anche in presenza di un piano di rilancio dell'impresa in crisi, dal momento che permette alla società di autofinanziarsi mediante un alleggerimento dell'esposizione debitoria; in tal senso, v. anche G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, in *Notariato*, 2016, 273 ss.

³⁴ Cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una*

dell'art. 2483 c.c. ha messo in discussione, in considerazione proprio della congenita estraneità di questo tipo societario alla raccolta sul mercato di *Finanzkapital*³⁵. Per questa ragione, anche tali imprese sono state, quindi, messe nelle condizioni di accedere a c.d. “mercati alternativi del capitale” servendosi di nuovi canali di distribuzione dei propri prodotti finanziari via internet, attraverso l'incentivazione della mobilitazione di risorse finanziarie di grandi masse e la possibilità per i singoli contributori di effettuare, per singoli progetti, versamenti sia pure molto modesti. Il che è, in concreto, reso possibile dall'esiguo costo della sollecitazione via internet e quindi dal fatto che – ove il progetto piace e gli aderenti sono numerosi – il capitale che si riesce a raccogliere può essere cospicuo, proprio perché frazionato tra un gran numero di contributori³⁶.

Il processo di globalizzazione dei sistemi finanziari legato – anche, ma non soltanto – all'evoluzione dei mercati svoltasi all'insegna dell'affermazione dei mezzi tecnologici ha infatti condotto allo sviluppo di procedure e prodotti che, per quanto complessi sotto il profilo strutturale, hanno portato, negli ultimi anni, ad una realtà caratterizzata da un'estrema mobilità dei capitali e dalla conseguente possibilità di traslare, con modalità in alcuni casi sconosciute sino ad un recente passato, i rischi³⁷ dell'investimento effettuato con la sottoscrizione del titolo. Grazie all'innovazione tecnologica, si è cioè assistito ad una progressiva evoluzione nella creazione di nuovi «strumenti di cessione dei rischi creditizi» con la conseguente trasformazione degli affidamenti in attività negoziabili³⁸; tale evoluzione ha comportato l'affermarsi di un fenomeno (in espansione) in grado di segnare il superamento dei tradizionali canoni di gestione del rischio stesso, fisiologicamente connaturato ad ogni tipo di

ricostruzione del sistema, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss. (823).

³⁵ Tale espressione terminologica, utilizzata per rendere l'idea della società che si affaccia sul mercato per la raccolta del capitale, è riportata anche nel titolo del (presente) paragrafo, è mutuata da L.A. Bianchi, P. Gualtieri, M. Notari (a cura di), *op. cit.*, 3 ss.

³⁶ Cfr. G. FERRARINI, *op. cit.*, 211 e 215.

³⁷ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 21 ss. (29).

³⁸ Cfr. R.S. MASERA, *Il rischio e le banche*, Milano, 2001, 9; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 29.

investimento.

Tuttavia, il dirompente sviluppo delle nuove tecnologie e dei sistemi di comunicazione, se da una parte ha comportato (come continuerà a portare) diversi progressi anche in ambito finanziario, dall'altra ha aperto la strada a numerosi dubbi, originati proprio dal confronto con una realtà in grado di scuotere irrimediabilmente i paradigmi sottostanti ad alcune costruzioni giuridiche³⁹, in particolare – per quello che qui interessa (ma non soltanto) – del diritto delle società.

Ed invero, il successo di questo metodo di raccolta del capitale (*id est*, del pubblico risparmio) che risiede nel meccanismo di funzionamento del *crowdfunding* – ritenuto in sé una delle innovazioni tecnologiche più rilevanti degli ultimi anni, in grado di trasformare il sistema finanziario e rivoluzionare il sistema⁴⁰ *FinTech*⁴¹ – è senz'altro ascrivibile alla crisi dei “valori” che, nell'ultimo decennio, visti anche gli effetti del dissesto economico che ha travolto alcuni dei più importanti colossi societari a livello mondiale, ha interessato la società, attraversando tutti i settori, in particolare, quello finanziario.

Infatti, l'enorme facilitazione dell'incontro diretto tra domanda ed offerta resa possibile dalla diffusione delle tecnologie digitali⁴² e sottostante a questo modello di *business*, alternativo al tradizionale schema della intermediazione bancaria fra risparmio e credito, sembra potersi ascrivere appieno al più ampio processo di “disintermediazione” innescato da un nuovo modo di intendere i rapporti giuridici. Grazie al loro utilizzo, anche le transazioni

³⁹ Cfr. S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015, 5.

⁴⁰ Cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *op. cit.*; A. ROSA, *op. cit.*, 978. (Per una più agevole individuazione dell'ambito di riferimento, v. anche nota succ.).

⁴¹ Con il termine *FinTech* ci si riferisce ad un complesso ed articolato fenomeno legato all'applicazione della tecnologia al settore dei servizi finanziari, che «sta progressivamente entrando a far parte del linguaggio comune, come parimenti i riferimenti, *inter alia*, all'intelligenza artificiale (AI), agli algoritmi, ai *Big Data*, al *crowdfunding*, alle criptovalute o comunque alle diverse tecnologie emergenti applicate al settore della produzione e della distribuzione finanziaria»: cfr. M.T. PARACAMPO, *Introduzione, in FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., XV.

⁴² Cfr. E. BANI, *op. cit.*, 169.

tradizionali si sono sganciate dai vincoli derivanti dall'esistenza di regole imposte dall'ordinamento, con risultati, peraltro, tutt'altro che soddisfacenti, se si considerano i numerosi fallimenti incontro a cui sono andati i mercati in tempi recenti, nonostante la continua ricerca da parte del legislatore di strumenti in grado di garantire l'affidamento degli investitori⁴³ e tenerli al riparo il più possibile dal rischio di insolvenza dell'emittente. Il verificarsi di tali eventi in danno dei risparmiatori, già colpiti dalla crisi economica, ha causato una generale mancanza di fiducia nel sistema: così acuendo, in un critico circolo vizioso, la difficoltà delle imprese, soprattutto di quelle di piccole e medie dimensioni, di reperire capitale (di rischio o di credito).

In un panorama così frastagliato, il ricorso alla tecnica rappresentata dal *crowdfunding* mediante lo sfruttamento delle nuove tecnologie ha rivelato il suo potenziale *disruptive*, mostrandosi in grado di offrire la soluzione per sopperire a tale mancanza di fiducia, «quale elemento accessorio del capitale che oggi nel mondo della finanza istituzionale sembra — appunto — mancare quasi completamente»⁴⁴, nonostante costituisca l'elemento portante di un sistema finanziario che possa dirsi “evoluto”⁴⁵. In altri termini, persa la fiducia nelle regole poste dall'ordinamento, il sistema ha (avuto) bisogno di ritrovare nuova vitalità e l'ha ricercata nella creazione di “valori” diversi da quelli tradizionali, in grado di giustificare la ricerca di tecniche di scambio differenti e di eliminare, allo stesso tempo, l'intermediazione bancaria. Dunque, non è un caso che il sistema di finanziamento rappresentato dall'*equity crowdfunding* (e, più in generale, dal *crowdfunding*) trovi il suo punto di forza proprio in una “diffusa” forma di fiducia “collettiva”: per cui, più sono i finanziatori, più — crescendo il numero delle persone alla ricerca di opportunità di investimento vantaggiose — è forte l'incentivo a sentirsi parte di un progetto comune o comunque di una collettività.

⁴³ Per un approfondimento in ordine a tale problematica con specifico riferimento ad alcuni profili su cui si sono pronunciati di recente i giudici di legittimità, v. M. DI RIENZO, *Disciplina dei rapporti economici e tutela dell'affidamento*, Bari, 2019.

⁴⁴ Cfr. *L'alleanza tra Crowdfunding e Bitcoin apre scenari nuovi*, 2 febbraio 2014, *on line* in www.ilsole24ore.com.

⁴⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 27.

Sennonché, è evidente come la capacità di tale meccanismo di imporsi, ancora prima che il sistema di funzionamento del meccanismo in sé (considerato), imponga un ripensamento del «design della regolazione attuale»⁴⁶ coinvolgente gli assiomi (democratici) del diritto, non soltanto societario.

Proprio per questo motivo, il discorso stimola alcune considerazioni, oltre che sul piano societario, in ordine ai valori che tali scelte possono veicolare, anche in considerazione della possibilità di fare contestualmente ricorso, nella raccolta di capitale di capitale on line, ad un'altra tecnologia, la *blockchain*⁴⁷, che in ambito *FinTech* (ma non solo), ha assunto particolare rilevanza per la sua «convenienza», rappresentata dall'assenza in essa di entità terze intermedie (cosa che comporta un minor livello dei costi da sostenere per effettuare le transazioni)⁴⁸: ossia, da una forma di «disintermediazione» creditizia.

Così, sotto il primo profilo, deve osservarsi che la sua estensione a tutte le PMI, nel caso della società a responsabilità limitata, pone un chiaro problema di compatibilità con la struttura e le modalità di funzionamento di questo tipo societario. Davanti a quella che può essere considerata una «generalizzazione» degli strumenti finanziari «partecipativi», emerge infatti con forza la necessità di interrogarsi sul significato di una simile scelta che, mentre sembra accorciare le distanze tra i diversi tipi di società capitalistiche, aprendo – indistintamente – la strada a forme di finanziamento sconosciute alla nostra tradizione civilistica, spinge a cercare nuove soluzioni interpretative, in grado di coniugare le esigenze delle imprese (soprattutto di quelle medio-piccole su cui grava una reale difficoltà di accesso al credito) con quelle degli investitori. Ciò, sia pure nell'ottica

⁴⁶ Cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 513, rif. a A. CANEPA, *Il design della regolazione in un'economia "uberizzata" fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, suppl., 17 ss.

⁴⁷ Per un approfondimento in ordine alle sue origini e alle sue caratteristiche, v. M. BELLEZZA, *Blockchain*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 217 ss.

⁴⁸ Cfr. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *Blockchain, criptovalute, smart contract, industria 4.0.*, Pisa, 2019, 7. In tal senso, con specifico riferimento ai vantaggi legati all'utilizzo della *blockchain* nel settore finanziario, v. M. SIENA, *La tecnologia Blockchain: criticità dal punto di vista legale, prime applicazioni e prospettive*, in *Luiss Law Review*, 2019, II, 49 ss. (69 ss.).

di una possibile standardizzazione delle partecipazioni sociali⁴⁹ collocabili *on line*, che possano agevolare la comprensibilità dell'investimento e permettano allo stesso tempo di salvaguardare l'efficienza del mercato e la tutela dei risparmiatori; favorendo, allo stesso tempo, la «creazione di un mercato secondario organizzato»⁵⁰, in grado di accrescere l'appetibilità dell'investimento attraverso la possibilità di un suo rapido e agevole smobilizzo⁵¹, ancora limitato dalla normativa attuale.

Sotto il secondo profilo, ma in una prospettiva unitaria che tenga conto del piano dell'indagine da cui ha preso avvio la riflessione, ci si deve invece interrogare sui riflessi che tali scelte e, più in generale, l'incentivo all'utilizzo delle nuove tecnologie, possono perpetrare sui principi democratici del diritto. Infatti se, da una parte, la tecnologia – in particolare e ancora di più, quella rappresentata dalla *blockchain*, sfruttabile dalle piattaforme che operano *on line*, soprattutto, nel caso di raccolta del capitale in forma virtuale, cioè di criptovalute – rappresenta il risultato di un'attività squisitamente scientifica, dall'altra, deve comunque sempre considerarsi come essa «sia prima di tutto frutto di un'attività umana»⁵². Ne deriva che, mentre è importante che la società non perda mai il contatto e il rapporto diretto con l'innovazione tecnologica, perché è (anche) grazie ad essa che può progredire ed evolversi, è fondamentale che l'utilizzo e la diffusione delle nuove tecnologie non travalichino mai i confini che delimitano principi e scelte di uno Stato democratico.

Ecco, allora, che l'indagine, pur condotta sul piano tecnico e con

⁴⁹ Per una panoramica sulle modifiche che ha recentemente subito la disciplina delle partecipazioni sociali della società a responsabilità limitata in forma di PMI, v. M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive di diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.

⁵⁰ Cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 522 e 524, anche in nota n. 48, rif. a M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *www.dirittobancario.it*, 19 febbraio 2019.

⁵¹ Cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 524.

⁵² Cfr. G. ROMEO, *Tecnologie per democratizzare il digitale*, in *IlSole24Ore*, 3 novembre 2019, 14, nel quale viene messo in risalto «il lato umanistico dell'innovazione», richiamando proprio lo *slogan* del Festival della Tecnologia dal titolo «Tecnologia e umanità, tecnologia è umanità» (Politecnico di Torino, 7-10 novembre 2019).

uno sguardo al diritto societario e, specificatamente, alle norme dettate in materia di raccolta del capitale e di conferimenti, deve essere svolta in una prospettiva che, oltre a prendere in considerazione i vantaggi e i rischi legati all'utilizzo di tali strumenti, tenga conto dell'ulteriore interrogativo che può essere posto in riferimento al postulato rispetto di tali limiti, secondo un criterio assiologico.

4. *Blockchain, criptovalute e cryptocrowdfunding: la raccolta di capitale nelle PMI nell'era della sharing economy*

L'assenza di intermediari nella gestione delle transazioni, mentre riduce nettamente i costi, comportando ingenti risparmi diffusi per l'intero sistema⁵³ e massimizzando le opportunità, pone non trascurabili problemi di sicurezza, oltre che di lotta al riciclaggio e alla criminalità, che lo sviluppo delle valute virtuali, in generale, e delle criptovalute, in particolare, rischia di accentuare.

Tuttavia, un utilizzo adeguato e ben regolamentato della DLT (*Distributed Ledger Technology*, tecnologia alla base della *blockchain*⁵⁴) potrebbe portare ad una significativa riduzione di tali rischi e ad una contestuale implementazione nell'applicazione di tale tecnologia all'emissione di strumenti finanziari⁵⁵, mediante il ricorso ad una tecnica non dissimile da quella con cui è stata «sancita la definitiva interruzione del collegamento tra il diritto incorporato in un titolo e la materiale consistenza cartacea del titolo medesimo»⁵⁶ propria della dematerializzazione⁵⁷. Per questa via, potrebbe aversi

⁵³ Cfr. M. BELLINI, *Blockchain: cos'è, come funziona e gli ambiti applicativi in Italia*, in www.blockchain4innovation.it, 2017; A. CASALI, *Blockchain: i benefici concreti e le applicazioni più promettenti per 27 settori*, in www.blockchain4innovation.it, 2018; A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 28.

⁵⁴ Per una panoramica dettagliata, multidisciplinare, in ordine alla tecnologia rappresentata dalla *Distributed Ledger Technology* e ai rapporti tra questa e la *blockchain* nelle sue molteplici articolazioni, v. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *ult. op. cit.*, 1 ss.

⁵⁵ Cfr. E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 715 ss.

⁵⁶ Cfr. A. BUSANI, C.M. CANALI, *Strumenti finanziari dematerializzati: circolazione, vincoli e conferimento in fondo patrimoniale*, in *Riv. not.*, 1999, 1059 ss.; E. LA SALA, *op. cit.*, 718.

⁵⁷ Per un'indagine più approfondita in ordine alla compatibilità tra la disciplina

una maggiore diffusione del c.d. *cryptocrowdfunding*, anche in considerazione del rilievo che le criptovalute sono andate man mano – e vanno sempre più – acquisendo, in ragione proprio della loro capacità di assolvere alla funzione di strumento in grado di riscuotere fiducia in risposta alla crisi finanziaria dell’ultimo decennio e di assecondare anche l’esigenza di individuare un’unità di conto legata proprio al mondo ormai interconnesso⁵⁸.

È ben noto come l’utilizzo delle criptovalute, la più diffusa e conosciuta delle quali è senza dubbio il *bitcoin*, rappresenti un fenomeno globale che travalica le frontiere nazionali: della cui regolamentazione, vista l’esistenza di un quadro regolamentare frastagliato e tutt’altro che uniforme nella gran parte dei singoli Stati europei⁵⁹, si sente, però ancora la mancanza.

Diversamente, in Italia, il d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90⁶⁰, ha introdotto una prima disciplina in materia di valute virtuali e criptovalute, modificando il d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, di attuazione della Direttiva 2005/60/CE, concernente la prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo. Con l’emanazione di tale decreto, il legislatore italiano ha avuto il merito di fornire, per la prima volta a livello europeo ed internazionale, nell’art. 1, comma 2, lett. *qq*), una definizione di valuta virtuale (che sarà vista a breve, tenendo conto delle modifiche normative recentemente intervenute).

relativa all’emissione e alla circolazione degli strumenti finanziari prevista sia dal codice civile che dal TUF per i titoli dematerializzati e la loro emissione tramite la DLT, v. E. LA SALA, *op. cit.*, 720 ss.

⁵⁸ Cfr. S. CAPACCIOLI, *op. cit.*, 5.

⁵⁹ Cfr. M. MANCINI, *Valute virtuali e bitcoin*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, 117 ss. (122 e nota n. 13, in cui l’A. evidenzia come l’unico ordinamento europeo che ha regolamentato il fenomeno già dal 2013 sia la Germania, rif. a G. ARAGÜENA, *Bitcoin: alla Germania il primato della regolamentazione*, on line alla pagina <https://www.key4biz.it/News-2014-02-13-Net-economy-bitcoin-germania-bafin-223018/13054/>).

⁶⁰ Di attuazione della *Direttiva UE 2015/849*, relativa alla «prevenzione dell’uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo e recante modifica delle Direttive 2005/60/CE e 2006/70/CE e attuazione del Regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il Regolamento (CE) n. 1781/2006».

Alla luce di quanto previsto nel d.lgs. n. 90/2017, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, allo scopo di censire e comprendere nei suoi diversi aspetti il fenomeno delle valute virtuali sul territorio nazionale, ha sottoposto a consultazione pubblica, in forma di schema di decreto ministeriale, la bozza di un altro e diverso decreto (pubblicato sul sito del Dipartimento del Tesoro del MEF, ma non ancora approvato) per realizzare una prima rilevazione sistematica del fenomeno, a partire dalla consistenza numerica degli operatori del settore che, per svolgere la loro attività sul territorio nazionale, avrebbero dovuto iscriversi in uno speciale registro tenuto dall'OAM («Organismo degli Agenti e dei Mediatori»). Ciò, anche in vista della pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea (ormai prossima al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 90/2017, il 4 luglio 2017) della Quinta Direttiva UE antiriciclaggio, contenente norme più rigorose in materia di prevenzione dei reati finanziari⁶¹.

La Direttiva (UE) 2018/843, nota come Quinta Direttiva antiriciclaggio, ha infatti previsto che i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali debbano assolvere ad una serie di obblighi per evitare che le transazioni effettuate con le criptomonete possano essere utilizzate a fini illegali⁶². Tale Direttiva è stata recepita

⁶¹ Cfr. *Comunicato Ufficio Stampa Ministero dell'Economia e delle Finanze* n. 22 del 2 febbraio 2018, www.mef.gov.it.

⁶² Nel *considerando n. 10*) della Quinta Direttiva (secondo capoverso) si legge: «Sebbene le valute virtuali possano essere spesso utilizzate come mezzo di pagamento, potrebbero essere usate anche per altri scopi e avere impiego più ampio, ad esempio come mezzo di scambio, di investimento, come prodotti di riserva di valore o essere utilizzate in casinò *on line*. L'obiettivo della presente Direttiva è coprire tutti i possibili usi delle valute virtuali»; nel *considerando n. 13*) viene aggiunto: «Dato il carattere evolutivo delle minacce e delle vulnerabilità legate al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo, l'Unione dovrebbe adottare un approccio integrato per quanto concerne la conformità dei requisiti a livello dell'Unione con i regimi nazionali in materia, sulla base di una valutazione dell'efficacia di questi ultimi. Per monitorare il corretto recepimento dei requisiti dell'Unione nei regimi nazionali AML/CFT, la loro effettiva attuazione e la capacità di tali regimi di realizzare un efficace quadro di prevenzione, la Commissione dovrebbe basare la sua valutazione sui regimi nazionali AML/CFT, ferme restando le valutazioni condotte dalle organizzazioni e dagli enti di normazione internazionali con competenze nel campo della prevenzione del riciclaggio di denaro e della lotta al finanziamento del terrorismo, quali il GAFI o il comitato di esperti per la valutazione delle misure antiriciclaggio e del finanziamento del terrorismo». Per un

in Italia con il d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125⁶³, che è entrato in vigore il 10 novembre 2019 e, oltre a inserire tra i soggetti destinatari degli obblighi AML (*Anti money laundering*) anche i prestatori di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale e i prestatori di servizi di portafoglio digitale (fino a quel momento ad essi non assoggettati), è intervenuto espressamente sulla definizione di valuta virtuale fornita dall'art. 1, comma 2, lett. *qq*), del d.lgs. n. 90/2017.

Pertanto, oggi, ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. *qq*), del d.lgs. n. 90/2017, così come novellato e integrato dall'art. 1, comma 1, lett. *h*), del d.lgs. n. 90/2017, per valuta virtuale deve intendersi «la rappresentazione digitale di valore⁶⁴, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente»⁶⁵.

Sebbene siano loro connaturati molteplici rischi, proprio in ragione del fatto che non sono emesse da banche centrali, bensì da soggetti privati che operano sul web⁶⁶, le valute virtuali sono riconosciute dal

approfondimento in ordine alle peculiarità di tale Direttiva (che sembrano essere poste in rilievo proprio dai suindicati considerando), v. N. MAINIERI, *Quinta direttiva europea antiriciclaggio: il decreto di recepimento 125/2019 entra in vigore*, in www.dirittobancario.it, 5 novembre 2019.

⁶³ Il quale è così rubricato: *Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 25 maggio 2017, n. 90 e n. 92, recanti attuazione della direttiva (UE) 2015/849, nonché attuazione della direttiva (UE) 2018/843 che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario ai fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE*.

⁶⁴ Così anche la Comunicazione della Banca d'Italia del 30 gennaio 2015, on line al seguente indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-vigilanza/2015-01/20150130_III15.pdf.

⁶⁵ All'art. 1, comma 1, lettera *h*), del d.lgs. n. 125/2019 si deve l'aggiunta delle parole «né garantita» dopo (le parole) «non emessa» e delle parole «o per finalità di investimento» dopo (le parole) «di beni e servizi».

⁶⁶ In proposito, va chiarito che il fatto che le valute virtuali, in generale, si pongano in antitesi rispetto a quelle tradizionali proprio perché sono fondate su una «catena della fiducia collettiva tra le parti» non deve portare a pensare che la c.d. moneta virtuale sia in sé incompatibile con il sistema delle banche centrali e della intermediazione bancaria, in quanto nulla vieta che una moneta virtuale sia creata per volontà sovrana di uno Stato, che ne sia dichiarato il «corso legale» in quello stato, e che dunque divenga a tutti gli effetti una valuta nazionale: anche per un

legislatore come validi mezzi di pagamento, alternativi a quelli tradizionali, dematerializzati⁶⁷. Il loro meccanismo di creazione e funzionamento si basa infatti sulla tecnologia della *blockchain*, «architettura tecnologica» sfruttabile da qualsiasi *cryptoasset*⁶⁸ che, come il *bitcoin*, rappresenti appunto una unità di calcolo e di valore utilizzabile nel mercato.

Esse sfruttano il meccanismo di crittografia che è alla base di diversi strumenti da tempo già in uso in molteplici ambiti (si pensi, ad esempio, alla firma digitale) e che, di fatto, può essere paragonata ad una specie di registro avente natura di “libro contabile diffuso”, scritto cioè in contemporanea in modo inalterabile su una serie di computers (tanti quanti sono gli utilizzatori stessi) sparsi per il mondo, talché per alterare una transazione registrata occorrerebbe intervenire su un numero imprecisato, oltre che sconosciuto, di essi con un sistema e una potenza di calcolo ad oggi indisponibile ancora prima che

approfondimento, cfr. S. CERRATO, *Negoziare in rete: appunti su contratti e realtà virtuale nell'era della digitalizzazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 423 ss. (453).

⁶⁷ Cfr. M. MANCINI, *op. cit.*, 117. Per approfondire ulteriormente l'indagine su valute virtuali e criptovalute, *ex multis*, v. D. CAPOTI, E. COLACCHI, M. MAGGIONI, *Bitcoin Revolution. La moneta digitale alla conquista del mondo*, Milano, 2015; G. LEMME, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in questa *Rivista*, 2016, I, 381 ss.; R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2017, 27 ss.; v. P. IEMMA, N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, in www.diritto bancario.it, 8 marzo 2018; V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, valute complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 747 ss.; C. LANFRANCHI, *Profili giuridici delle valute virtuali*, in *Cyberspazio e diritto*, 2019, 43 ss.; P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”*; tra tradizione e innovazione, in questa *Rivista*, 2019, I, 117 ss.; G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e in-certezze regolamentari*, in questa *Rivista*, 2019, I, 61 ss.; M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in questa *Rivista*, 2019, I, p. 237 ss. Nella letteratura internazionale, *ex multis*, v. K. LOW, E. TEO, *Bitcoins and other cryptocurrencies as property?*, in *Law, Innovation and Technology*, 2017, 9, (2), 235 ss.; T. CUTTS, D. GOLDSTONE QC, *Bitcoin Ownership and its Impact on Fungibility*, *Coindesk* 14 giugno 2015, reperibile on line all'indirizzo www.coindesk.com/bitcoin-ownership-impact-fungibility/.

⁶⁸ Cfr. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 3.

inimmaginabile⁶⁹. In modo molto semplificato, può infatti dirsi che sono memorizzate sui computers di ogni utilizzatore in appositi portafogli digitali (chiamati *e-wallets*) e, all'occorrenza, trasferite o negoziate elettronicamente⁷⁰: si realizza in questo modo una catena di operazioni identificate per blocchi, il cui codice è, di volta in volta, generato da un algoritmo sulla base di quello del blocco determinato dall'operazione di acquisto o cessione di valute che precede.

Grazie a questa modalità di funzionamento, le criptovalute sembrano essere oggi in grado di raccogliere fiducia, in quanto – rispetto alle tecnologie preesistenti – è (*rectius*, sarebbe) proprio la *blockchain* in sé (quale meccanismo su cui si fonda il loro sistema di creazione e scambio) ad offrire una certa sicurezza e affidabilità. Sennonché, tali caratteristiche, intanto sono riconosciute dalla collettività (degli utilizzatori) in quanto, sul piano tecnico, discendono dall'utilizzo della tecnica crittografica che rende immodificabili e irrevocabili le informazioni e le transazioni immesse nel sistema, ma alla base del «meccanismo del consenso che dà garanzia circa l'onestà delle condotte dei partecipanti»⁷¹ vi è ancora una volta quella esasperata ricerca di “fiducia” in strumenti e “valori”, anche non strettamente economici, differenti da quelli tradizionali a cui l'innovazione tecnologica e la “comunità virtuale” sembra offrire una immediata e facile risposta.

Da quest'angolo visuale, non stupisce che (per tutto quello che si è in precedenza detto) si assista con sempre maggiore frequenza alla nascita di nuove criptovalute, come “Libra”, il cui lancio è stato proposto di recente da uno dei più utilizzati e diffusi *social* del momento (*Facebook*) ed è in questo momento sotto la lente delle principali Autorità a livello europeo e mondiale.

Al contrario, tale dato induce ad un'attenta riflessione sotto un

⁶⁹ Cfr. M. MICCOLI, *Bitcoin fra bolla speculativa e controllo antiriciclaggio*, in *Notariato*, 2018, 151 ss.

⁷⁰ Cfr. M. MANCINI, *op. cit.*, 117.

⁷¹ Cfr. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 7: «mentre diversamente, in caso di attacco rivolto ad un nodo (della catena) – con conseguente suo danneggiamento – la garanzia è data dal fatto che gli altri nodi, *in primis*, non vengono intaccati nelle loro attività e operatività attuali, *in secundis*, non perdono le informazioni e lo storico delle transazioni già registrate, e infine intervengono a riparare il ramo danneggiato della catena».

duplice profilo (che tenga, cioè, conto dei piani di indagine cui si è già fatto riferimento).

Se si guarda a tale fenomeno nell'ottica del diritto societario, non sembra – in apparenza – intravedersi alcuna ragione per cui negare il loro utilizzo ai fini di una più agevole raccolta del capitale da parte delle PMI, sia di quelle costituite in forma di società per azioni, sia di quelle aventi forma di società a responsabilità limitata, le quali, seguendo il solco tracciato dalle ultime riforme (che, di fatto, hanno già portato ad uno stravolgimento degli schemi del diritto societario “classico”) potrebbero così avere accesso a forme di finanziamento che, nell'era della *sharing economy*⁷², possono comunque rivelarsi vitali per un'impresa di piccole e medie dimensioni (verificheremo a breve se solo a titolo di finanziamento o anche di conferimento imputabile a capitale).

Infatti, dal punto di vista dell'impresa, la rete e, in particolare, i social network appaiono – e probabilmente sono, se si pensa al rilievo che alcuni di essi ormai hanno nella nostra vita e al loro peso sulle nostre scelte – «un formidabile serbatoio di clientela dotato di elevate potenzialità di sfruttamento commerciale», rispetto a cui non sembra esagerato parlare di «un collettore organizzato di illimitate informazioni o dati personali di ciascun utente che consente pratiche di profilazione assai precise»⁷³. Stante questa sua capacità di

⁷² L'espressione fa riferimento a D. RESTUCCIA, *Il notaio nel terzo millennio, tra sharing economy e blockchain*, in *Notariato*, 2017, 53 ss., il quale, posta l'asserita capacità della tecnologia fornita dalla *blockchain* di instaurare un sistema di controllo decentralizzato capace di garantire le transazioni di merci e/o la proprietà, svolge un'interessante indagine sul ruolo del notaio, il quale – davanti all'utilizzo del *bitcoin* e di altre valute virtuali – dovrebbe, in generale, mantenere, il ruolo di garante per il corretto svolgimento di quelle operazioni che, come in ambito societario, non possono prescindere da un suo intervento. Sulla rilevanza di tale controllo in materia societaria, ove vengono in rilievo fattispecie non sottraibili alla competenza di un notaio, v. anche F. FELIS, *L'uso di criptovaluta in ambito societario. Può creare apparenza?*, nota a App. Brescia, 30 ottobre 2018 e Trib. Brescia, 25 luglio 2018, decr., in *Società*, 2019, 39 ss.

⁷³ Cfr. S. CERRATO, *op. cit.*, 436, (429 ss.), al quale si rinvia per una rilevante indagine sul punto, rispetto a cui l'A. evidenzia e spiega, in maniera esemplificativa, come un'impresa attiva sui *social network* possa avere dallo sfruttamento di essi un significativo ritorno economico, considerando che la stessa, ove attiva in rete, in linea generale (e quantomeno fino a prova contraria), non si presume «animata da spirito “sociale” né che sfrutti la tecnologia virtuale per soddisfare una personale (ed

raccogliere clientela⁷⁴, essa beneficia chiaramente degli effetti di quella che – tanto più per una PMI – è una vera e propria strategia comunicativa: è pertanto chiaro che la raccolta di *Finanzkapital* on line secondo tali modalità può rivelarsi una scelta vincente. Ciò, tanto più se si considera che la Legge di Bilancio 2019 (a cui si è fatto in precedenza cenno) ha riconosciuto alle piattaforme di *crowdfunding* di collocare on line non soltanto quote di partecipazione, ma anche obbligazioni e titoli di debito, nei limiti di legge: dunque, a condizioni e con vincoli «funzionali a tutelare il risparmio anonimo», proprio in quanto risparmio «inconsapevole»⁷⁵.

Sembra pertanto opportuna una pur breve analisi (quale quella svolta nel paragrafo che segue) sul ruolo che le criptovalute potrebbero avere nel diritto societario⁷⁶, alla luce di un più diffuso, corretto e ben regolamentato ricorso al loro utilizzo mediante la tecnica del *cryptocrowdfunding*: volendo, con questo termine, riferirsi ad un'operazione di raccolta in grado di temperare i principi che regolano criptovalute e valute virtuali, a tutela dell'impresa stessa e dei suoi creditori, con le esigenze di intermediazione sottostanti alle norme sul *crowdfunding*, poste a tutela dell'investitore. Ed invero, in questa sede, è appena il caso di considerare – per completezza, e senza

umana) esigenza di partecipare ad una vita di comunità».

⁷⁴ A completamento di quanto appena detto, si tenga presente che, nel quadro delineato, l'impresa trae un rilevante vantaggio competitivo anche da un altro fenomeno che accentua la sua stessa capacità di acquisire clienti, basato sulla possibilità che essa ha, nella *digital economy*, di fare uso di algoritmi sempre più sofisticati, per raccogliere, immagazzinare e analizzare dati che le consentono di rivolgersi ad un pubblico mirato e offrire di volta in volta prodotti personalizzati rispetto alle esigenze dei consumatori: cfr. F. VESSIA, *Big Data e profili di concorrenza*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 81 ss. (84), a cui si rinvia per un approfondimento sul punto.

⁷⁵ Cfr. P. SPADA, *op. cit.*, 804, rif. a *Relazione a d.lgs. n. 6/2003*: «In proposito, si è ricercato un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per la società a responsabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori».

⁷⁶ Con riferimento ai possibili vantaggi legati all'utilizzo delle criptovalute, alle potenzialità e ai limiti della *blockchain* in ambito societario, v. F. QUARTA, *Gestione in forma cooperativa di beni e servizi d'interesse pubblico. Il finanziamento dell'impresa alla prova di blockchain e criptovalute*, in questa *Rivista*, 2019, I, 341 ss.

pretesa di esaustività – che benché, nella prassi, la raccolta di capitali mediante l’uso di criptovalute sia frequentemente avvenuta con un altro tipo di operazione basata anch’essa sulla *blockchain*, le ICOs (*Initial Coin Offerings*)⁷⁷, in cui l’impresa può emettere *token* con struttura e funzioni differenti⁷⁸, il ricorso a questa (altra e diversa)

⁷⁷ La diffusione e il successo che hanno avuto le ICOs e che negli anni sono state promosse da diversi enti collettivi e persino da persone fisiche, a fini imprenditoriali, sono dipesi fondamentalmente dalla mancanza di una adeguata e specifica regolamentazione che, oltre a lasciare per lungo tempo il fenomeno deregolamentato, ha facilitato proprio il processo di avvio delle stesse: cfr. R. GARAVAGLIA, *Tutto su Blockchain. Capire la tecnologia e le nuove opportunità*, Milano, 2018, 124. Per approfondire, *ex multis*, v. S. BRUNO, *Le initial coin offerings in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. not.*, 2018, 1307 ss.; P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: “Initial Coin Offering” e “blockchain”*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 327 ss.; M. NICOTRA, *ICO Initial Coin Offering: una ricostruzione giuridica del fenomeno*, in www.blockchain4innovation.it, 17 marzo 2019; ID., *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in www.dirittobancario.it, 24 aprile 2019; A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 26. In ambito internazionale, *ex multis*, v. S. OMAROVA, *Understanding ICOs: In Code We (Shouldn’t) Trust*, in *Jotwell: The Journal of Things We Like (Lots)*, (may) 2019, 1; N. ESSAGHOOLIAN, *Initial Coin Offerings: Emerging Technology’s Fundraising Innovation*, in *UCLA Law Review*, 2019, 1, 294 ss.; V. BURILOV, *Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the EU*, in *European Journal of Comparative Law and Governance*, 2019, 2, 146 ss.; W.L. FITTS, *Initial Coin Offerings: Gettings Rid of the Venture Capitalist*, in *Transactions: the Tennessee Journal of Business Law*, 2019, 927 ss.

⁷⁸ In proposito, va ricordato che essi possono essere classificati, in base ad un criterio generale (e, quindi, inclusivo delle molteplici e diversificate tipologie di *token* che possono venire di volta in volta in rilievo nella realtà giuridica) in: *token* di pagamento (c.d. *payment token*, assimilabili alle criptovalute), *token* di investimento (i quali, a seconda della loro connotazione specifica e dell’ordinamento giuridico al quale ci si riferisce, possono avere natura di *security token* o di *investment token*) e di utilizzo (c.d. *utility token*). In alcuni casi, essi possono inoltre avere natura di strumenti “ibridi”, in quanto possono essere collegati a un servizio o un bene da rendere in futuro, per cui “l’incasso” della “prevendita” è destinato a finanziare a sua volta un progetto da realizzare (su quest’ultimo punto, cfr. F. MURINO, *Il conferimento di token e di criptovalute nelle S.r.l.*, nota a App. Brescia, 30 ottobre 2018 e Trib. Brescia, 25 luglio 2018, decr., in *Società*, 2019, 29 ss. (part. 33). Va tuttavia detto che, nel nostro ordinamento, ancora oggi non esiste una definizione precisa ed omnicomprensiva di (tutti i tipi di) *token*, per cui, al di fuori della normativa comunitaria (in particolare, dell’ESMA e dell’EBA), può farsi riferimento (con le dovute distinzioni e con le necessarie cautele) alla regolamentazione offerta, in questo settore, da Paesi come la Repubblica di San

tecnica per la raccolta di capitale non sembra offrire idonee garanzie, in quanto in essa può essere completamente assente qualsiasi forma di controllo da parte di un soggetto terzo⁷⁹. Il che, rende concreto il rischio di abuso della fiducia dei potenziali sottoscrittori (dei *token*) da parte della proponente e conduce ad affermare che un investimento finanziario di questo tipo – considerando che le ICOs sarebbero (*rectius*, sono) comunque condizionate nella loro utilizzazione dall'estrema volatilità delle criptovalute e dalla circostanza che queste

Marino, Malta e la Svizzera. In questa prospettiva, va pertanto specificato che, mentre l'art. 1, comma 1, lett. r), del decreto delegato 23 maggio 2019, n. 86, della Repubblica di San Marino definisce i *token* come «una serie di dati informatici in forma aggregata tra loro e archiviati su *Blockchain* che incorporano, a seconda dei casi: beni fungibili tra loro, servizi, diritti di credito, diritti amministrativi, partecipativi e/o di qualsiasi altra natura, ovvero che servano come strumento di scambio e che siano univocamente riconducibili ad un Indirizzo Pubblico» (per poi indicare, nelle successive lettere s) e t), cosa debba intendersi per *token* di investimento e *token* di utilizzo), la suindicata distinzione corrisponde, sostanzialmente, a quella tracciata nell'ordinamento giuridico svizzero (ma riferibile, con gli opportuni adattamenti, anche al nostro sistema), dalla FINMA-*Financial Market Supervisory Authority* nella guida pratica ICOs, *Roundtable on ICOs*, del 16 febbraio 2018, disponibile *on line* al seguente indirizzo: <https://www.finma.ch/it/autorizzazione/fintech/ico-roundtable>. Per un approfondimento, v. anche F. SARZANA, *Blockchain: San Marino alla prova degli ICO e dei Token digitali. Prodotti finanziari o strumenti finanziari?*, *on line* all'indirizzo www.fulviosarzana.nova100.ilsole24ore.com.

⁷⁹ Per un interessante approfondimento in ordine ai rapporti tra *cryptoassets* e *token*, con particolare riguardo alla loro natura e alla circostanza che gli uni e gli altri possono assumere le connotazioni di veri e propri strumenti finanziari, “intrecciandosi” laddove le criptovalute si trasformino in strumenti di reperimento di capitale sul mercato, mentre i *token* emessi nell'ambito di operazioni di ICOs possono assumere caratteristiche tali da renderli assimilabili, più che a strumenti o prodotti finanziari, a mezzi di pagamento, assottigliandosi in questo caso il confine con le criptovalute, nonché (con riguardo) al ruolo che gli uni e gli altri possono avere nell'ambito di particolari operazioni di *crowdfunding*, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle Trading Venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla Distributed Ledger Technology*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it. Con specifico riferimento all'utilizzo della DLT nell'emissione di dette tipologie di prodotti e strumenti finanziari, anche alla luce dei contenuti del Report dell'ESMA, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, 501121423017-285, 7 febbraio 2017, v. ID., *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell'ESMA*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 229 ss.

operano in assenza di un contesto regolatorio ben delineato, come di un panorama giurisprudenziale e dottrinario uniforme⁸⁰ – possa farsi rientrare a pieno titolo tra quelli con un “elevato profilo di rischio”, con l’aggravio di un pericoloso vuoto di tutela per gli investitori e un ulteriore, potenziale, effetto destabilizzante per il mercato.

Se però – riprendendo qui le fila del discorso, con riferimento alle criticità che, su un piano più ampio rispetto a quello del solo diritto societario, presentano tali strumenti – si prescinde dall’entusiasmo iniziale (legato all’idea del loro possibile sfruttamento per agevolare il finanziamento delle PMI), ci si rende subito conto di come in realtà l’innovazione tecnologica insita nelle tecniche di cui si è fin qui parlato rappresenti molto più che una forma di progresso scientifico: sia cioè portatrice di “valori” dal significato complesso, in grado di mettere, pericolosamente, in discussione i cardini del diritto “classico” e travolgere i principi “democratici” su cui esso si regge.

È ormai noto che la tecnica rappresentata dalla *blockchain*, pur molto complessa nel suo meccanismo di funzionamento e priva di una disciplina organica, oggi abbia già trovato una rilevante applicazione nell’ambito finanziario proprio in ragione del fatto che (come si è tentato di dimostrare) consente di ridurre i costi di agenzia, mediante l’eliminazione dei c.d. *middlemen*⁸¹: vale a dire «dei soggetti che a livello centrale validano determinate transazioni, scambi, registri e la sostituzione degli stessi con un meccanismo di consenso basato sulla crittografia che consente a tutti i partecipanti alla rete di poter prestare fiducia sulla legittimità di una determinata transazione, senza la necessità che la stessa sia in qualche modo validata da un soggetto centrale di natura pubblicistica o para-pubblicistica»⁸².

Se tali e tanti (altri) sono i vantaggi che essa può apportare nell’ambito delle materia societaria, anche nell’ottica

⁸⁰ Cfr. M. SIENA, *op. cit.*, 70.

⁸¹ Così V. GUPTA, *The Promise of Blockchain Is a World Without Middlemen*, in *Harvard Business Review*, 6 marzo 2017, *on line* al seguente indirizzo: <https://hbr.org/2017/03/the-promise-of-blockchain-is-a-world-without-middlemen>.

⁸² Cfr. M. BELLEZZA, *op. cit.*, 218, il quale evidenzia come l’ideatore della tecnologia sviluppata da Satoshi Nakamoto che è alla base e regola il funzionamento del *bitcoin* abbia teorizzato la stessa al fine di consentire lo scambio di moneta virtuale (in modo sicuro e in tempo reale tra più soggetti) senza la necessità che la transazione sia validata da un’autorità centrale, *rif. anche a V. GUPTA, op. cit.*

dell'organizzazione e del funzionamento interno delle società stesse (soprattutto di quelle fortemente polverizzate)⁸³, fortemente problematici appaiono, tuttavia, in punto di diritto, l'ampio utilizzo e la diffusione di questa tecnica – peraltro, tutt'altro che immune da interferenze e vulnerabilità⁸⁴ – in un settore così delicato qual è quello della (creazione di) moneta, la cui regolamentazione è, storicamente, stata riservata allo Stato e così percepita dalla collettività. A conferma di ciò, si pensi a quanto previsto nell'ambito della disciplina dei titoli di credito dall'art. 2004 c.c., per il quale, al di fuori dei casi stabiliti dalla legge, è vietato emettere titoli al portatore contenenti «l'obbligazione di pagare una somma di denaro», che possano cioè considerarsi sostitutivi di quest'ultimo. Ugualmente problematico appare, inoltre, il ricorso ad essa in riferimento a tutte quelle operazioni nell'ambito delle quali sia prevista l'emissione di strumenti finanziari o di titoli rappresentativi di quote di capitale (come può accedere nel caso delle ICOs di *token* di investimento). Ciò, proprio in considerazione della rilevanza che in questi casi può, in generale, assumere sul piano economico – e, di riflesso, sul mercato – la creazione di “valori” alternativi a quelli tradizionalmente ammessi dal legislatore (e dalle Autorità competenti), la cui diffusione, unitamente alla personalizzazione dell'offerta dei relativi servizi finanziari, può divenire pericolosa, anche, e soprattutto, alla luce delle grandi «asimmetrie di conoscenza e di ricchezza» che caratterizzano l'odierna società dell'informazione⁸⁵.

⁸³ Per una disamina di alcuni dei possibili vantaggi che questa tecnologia può offrire, anche dove applicata in combinazione con un altro strumento, rappresentato dallo *smart-contract* (definito dal c.d. Decreto Semplificazioni (la l. 11 febbraio 2019, n. 12) «un programma per elaboratore che opera su Tecnologie basate su registri distribuiti la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse» che, cionondimeno, «soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia digitale con linee guida da adottarsi entro novanta giorni dall'entrata in vigore della legge di conversione del (relativo) decreto legge», v. M. SIENA, *op. cit.*, 59 ss.

⁸⁴ Come peraltro dimostrato dal fallimento del progetto DAO: per un approfondimento, v. M. SIENA, *op. cit.*, 62 ss.

⁸⁵ Cfr. M. LOMBARDI, *Capitalismo della sorveglianza, come salvarci dalle nuove derive dell'economia*, on line all'indirizzo <https://www.agendadigitale.eu/cultura-digitale/capitalismo-della-sorveglianza-come-salvarci-dalle-nuove-derive-delleconomia-globale>, part. rif. a S. ZUBOFF, *The Age of Surveillance Capitalism*.

Senonché l'impressione è che, in una fase di depressione economica come quella attuale, la società (come si è detto) sia alla ricerca di nuovi punti di riferimento e sia per questo disposta ad alimentare, senza rendersene forse nemmeno conto, gli interessi di nuove *lobby*.

5. *Il conferimento di criptovalute nelle PMI: (brevi) considerazioni a margine di una recente giurisprudenza di merito*

È evidente, alla luce di tutto quello che si è fin qui detto, come la criptovaluta, in sé considerata, costituisca un segno di rottura rispetto agli schemi economico-giuridici tradizionali, per il fatto di essere caratterizzata, nel suo momento genetico, da una spontaneità che, complice l'evidenziata assenza di un organismo centrale di emissione e la mancanza di un mercato di scambio regolamentato (ad eccezione di pochissimi casi, o forse dell'unico al momento noto, legato al *bitcoin*), la rende estremamente volatile, proprio perché la "moneta" che essa rappresenta si genera grazie soltanto all'operatività di software installati su una pluralità di terminali, tra loro interconnessi, secondo le regole codificate, appunto, *ex ante* nel software stesso⁸⁶, nella cui garanzia di funzionamento risiede, come si è detto, la fiducia riposta in essa dalla comunità.

Nella sua manifestazione reale, essa può tuttavia essere definita alla stregua di un documento digitale «esprimente un segno convenzionale», che viene associato ad un individuo determinato per il tramite di codici informatici: può infatti dirsi che, in essa, «la tecnologia sopprime all'assenza di un supporto documentale fisico mobile, replicando nell'ambiente digitale l'unicità della documentazione e una forma di apprensione esclusiva»⁸⁷. È proprio per queste sue caratteristiche che ricorda, dunque, la tecnica di

The Fight for a Human Future at the New Frontier of Power, Public Affairs, New York, 2019 (trad. it. *Il Capitalismo della Sorveglianza. Il futuro dell'umanità nell'era dei nuovi poteri*, Luiss University Press (a cura di), Roma, 2019).

⁸⁶ Cfr. M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 315 ss. (317).

⁸⁷ Cfr. M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 330.

registrazione e movimentazioni elettroniche poste a fondamento della dematerializzazione e della gestione accentrata dei titoli, appunto, dematerializzati. Con la differenza che, mentre nei primi l'irriproducibilità del documento e la correttezza delle annotazioni sono garantite da una struttura istituzionale (la Monte Titoli S.p.a. che, ad oggi, detiene ancora l'unico sistema esistente per la gestione accentrata delle azioni e degli altri strumenti finanziari emessi dalle società previste dalla legge ed individuati dalla Consob), nel caso delle criptovalute tale garanzia di efficienza non ha carattere istituzionale, bensì fiduciario⁸⁸. Il che, stante l'aleatorietà di un simile meccanismo – basato, appunto, sulla fiducia nel funzionamento di un algoritmo che opera comunque su impulso dei soggetti che di volta in volta intervengono nell'operazione –, se si apre la strada all'applicazione delle relative norme al *cryptocrowdfunding*, rischia indubbiamente di porre un problema di certezza dei traffici giuridici e, più in generale, del diritto.

Cionondimeno, se tali sono – come sono – le caratteristiche delle criptovalute, è giustificato chiedersi, nella prospettiva d'indagine adottata, che ruolo esse potrebbero effettivamente avere nella raccolta del risparmio nelle PMI e cioè se, alla luce dei principi su cui si fonda la disciplina delle società di capitali, sia ammissibile un ripensamento delle norme sul *crowdfunding* in ragione della idoneità (o meno) delle criptovalute ad essere oggetto di conferimento, piuttosto che semplice strumento di finanziamento.

Come ben noto, l'importanza del capitale in queste società è collegata direttamente alla responsabilità limitata dei soci, in quanto rappresenta l'unica garanzia offerta ai creditori. Per tale ragione, ancora oggi, nonostante si sia nel tempo assistito ad un progressivo snellimento dello stesso, divenuto man mano più «leggero»⁸⁹, non può

⁸⁸ Cfr. M. CIAN *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 331.

⁸⁹ Cfr. L. DE ANGELIS, *Dal capitale «leggero» al capitale «sottile»: si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Società*, 2002, 1456 ss., nel quale l'A. – già all'indomani dell'emanazione della l. delega 3 ottobre 2001 n. 366 per la riforma del diritto societario – prospetta l'idea di un progressivo sminuimento delle previsioni poste, in tal senso, a tutela dei creditori, e rileva come nel complesso il loro livello di protezione non fosse destinato ad aumentare rispetto a quello esistente: di fatto, anticipando il sorgere di un fenomeno quale quello a cui si è assistito con le riforme degli ultimi anni, culminato nella introduzione, nel 2012, della figura della società a

che attribuirsi un ruolo cardine alle norme dettate in materia di conferimenti che, nell'ambito dei modelli capitalistici, appaiono ispirate a principi transtipici.

In quest'ottica, acquista particolare rilievo la circostanza per cui, nelle società a responsabilità limitata, come anche nelle società per azioni (nonostante nell'ambito della loro disciplina manchi una norma esplicita in tal senso), il primo dei presupposti previsti dalla legge in ordine ai conferimenti ammessi – con le opportune distinzioni, soprattutto in riferimento alle prestazioni d'opera e servizi – sia costituito dalla suscettibilità ad essere oggetto di valutazione economica: dovendosi quest'ultima interpretare come idoneità a rappresentare un valore non solo per i soci, ma anche per i terzi, misurabile pertanto «secondo parametri il più possibile oggettivi»⁹⁰. Rinviano ad altra sede ogni più ampio discorso in ordine alla natura di bene della criptovaluta⁹¹, si deve dunque muovere da questo presupposto per compiere una (seppure breve) indagine in ordine all'interrogativo che ci si è posti circa l'imputabilità a capitale delle criptovalute. È evidente, infatti, come da una risposta affermativa (ad esso) dipenda, in ultima battuta, la possibilità di ammettere che il ricorso alla tecnica del *cryptocrowdfunding* sia compatibile, nelle società capitalistiche, con l'emissione di titoli rappresentativi di partecipazioni (*id est*, di quote) a cui il legislatore, in contrasto con la tradizione, sembra avere in qualche modo aperto la strada.

Ora, nonostante in materia non si sia ancora formato un

responsabilità limitata semplificata che, pur prevedendo, allo stato attuale – alla luce delle ultime modifiche legislative – un articolato e tutt'altro che semplice sistema di formazione delle riserve, può avere un capitale sociale minimo anche di un solo euro.

⁹⁰ Cfr. G. ZANARONE, *sub artt. 2464-2465*, in *Commentario del codice civile diretto da Gabrielli*, Torino, 2015, 215 ss. (p. 217).

⁹¹ Per un'approfondita disamina giuridica sulla sua specifica natura di bene, anche in relazione ai concetti di moneta e di mezzo di pagamento, *ex multis*, v. M. KROGH, *Transazioni in valute virtuali e rischi di riciclaggio. Il ruolo del notaio*, in *Notariato*, 2018, 155 ss. (part. 158); S. CERRATO, *op. cit.*, 457 ss. In senso più generale, v. G.L. GRECO, *Monete complementari e valute virtuali*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 197 ss.; AA.VV., *Le valute virtuali*, in *FinTech*, F. Fimmanò, G. Falcone (a cura di), Napoli, 2019, 291 ss. Per un'indagine in un'ottica legata alle sue caratteristiche squisitamente tecniche, v. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 181.

orientamento giurisprudenziale significativo, deve darsi atto del fatto che, sul punto, sono recentemente intervenuti alcuni provvedimenti della giurisprudenza di merito, del Tribunale e dalla Corte di Appello di Brescia⁹². Chiamate a pronunciarsi sulla questione relativa al conferimento di criptovalute in una società a responsabilità limitata, Tribunale e Corte di Appello sono pervenuti alla stessa conclusione, negandone l'ammissibilità, benché sulla scorta di motivazioni assai diverse.

Alla luce delle peculiarità che presentano le monete virtuali, non può ritenersi che al loro conferimento (in una società di capitali) possa applicarsi la disciplina dei conferimenti in denaro *ex art. 2464, comma 3, c.c.*, in quanto ad esse, a prescindere dalla loro estrema volatilità, non può attribuirsi né la funzione solutoria propria dello stesso né quella di una moneta estera: poiché – come si è detto – non esiste un'Autorità centrale che ne regoli l'erogazione, è infatti impossibile parlare di valuta avente corso legale idonea a costituire «mezzo non rifiutabile di adempimento delle obbligazioni (*ex artt. 1277 c.c. e 1195 c.c.*)»⁹³.

Esclusa tale possibilità, rimane (*rectius*, rimarrebbe) soltanto quella di considerare il conferimento di *cryptoassets* come conferimento in natura. Sennonché è sotto questo profilo che vengono in rilievo le maggiori perplessità.

In una simile ipotesi, il problema legato all'effettiva acquisizione del conferimento potrebbe essere forse superato facilmente con la messa a disposizione «tecnica» delle relative credenziali da parte del socio conferente, sulla scorta del principio per cui, al momento della sottoscrizione, devono essere espletati da parte del conferente «tutti gli adempimenti necessari per mettere il bene nella disponibilità non solo

⁹² Il decreto di rigetto di Trib. Brescia 18 luglio 2018, depositato il 25 luglio, n. 7556/2018 e la sentenza App. Brescia 24 ottobre 2018, depositata il 30 ottobre, emessa in sede di reclamo, sono pubblicate in estratto in *Società*, 2019, 26 ss., con note di F. MURINO, *op. cit.*, (29 ss.), e di F. FELIS, *op. cit.*, (39 ss). Nel caso di specie, il procedimento è sorto dal ricorso presentato dall'amministratore di una società a responsabilità limitata, dinnanzi al rifiuto di iscrizione nel Registro delle Imprese di una delibera assembleare da parte del notaio verbalizzante, giustificato dal fatto che tale delibera aveva ad oggetto un aumento del capitale sociale a pagamento di (circa) 1.400.000,00 euro da liberarsi mediante conferimenti in natura rappresentati, per una parte rilevante, da criptovalute.

⁹³ Cfr. S. CERRATO, *op. cit.*, 452.

giuridica ma anche materiale della società, onde consentire a quest'ultima di utilizzarlo ai fini del proficuo svolgimento dell'attività sociale e, dunque, indirettamente del tempestivo soddisfacimento dei creditori»⁹⁴. Pertanto, non sembrerebbe sussistere alcun ostacolo all'applicazione delle disposizioni di cui agli artt. 2464, comma 2, c.c. e 2465 c.c., che dettano le regole da cui discende la disciplina dei conferimenti di beni in natura e di crediti. Né, condividendo tali norme e l'art. 2343 c.c. la medesima *ratio*, sembrerebbero esservi problemi rispetto all'applicazione della disciplina sui conferimenti di beni in natura anche nell'ambito delle società per azioni.

Tuttavia – tralasciando in questa sede ogni più ampia disamina in ordine alla natura dei beni conferibili in una società di capitali (ai sensi e per gli effetti di quanto previsto per le società per azioni e per le società a responsabilità limitata, rispettivamente, dagli artt. 2343 c.c. e 2465 c.c.)⁹⁵ e alla possibilità (o meno) di dilatarne i margini fino a farvi rientrare anche i c.d. conferimenti atipici⁹⁶ – deve dirsi che è proprio in riferimento a tale ipotesi che, nella giurisprudenza di merito, si sono registrate le maggiori resistenze. Infatti, se per il Tribunale le criptovalute (in astratto) possono costituire un «elemento dell'attivo» idoneo al conferimento in una società a responsabilità limitata, ma (in concreto) possono essere oggetto di conferimento in natura solo ove siano negoziate (come il *bitcoin*) su una piattaforma “diffusa” che consenta una valutazione di stima attendibile, per la Corte di Appello la criptovaluta non è in sé un'entità suscettibile di

⁹⁴ Cfr. G. ZANARONE, *op. cit.*, 227-228.

⁹⁵ Per un'approfondita disamina in tal senso (dopo la riforma del 2003), *ex multis*, per le società per azioni, v. M. EREDE, *sub art. 2343*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2007, 381 ss.; G. OLIVIERI, *sub art. 2343*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da D'Alessandro, Padova, 2010, 154 ss.; per le società a responsabilità limitata, v. P. MASI, *sub art. 2464*, in *Società di capitali. Commentario*, G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres (a cura di), Napoli, 2004, 1422 ss.; M. AVAGLIANO, *sub art. 2464*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 45 ss.; E. BERTACCHINI, *sub art. 2464*, in *Commentario delle società*, G. Grippo (a cura di), Milanofiori Assago, 2009, 993 ss.

⁹⁶ In riferimento ai quali, *ex multis*, v. G.B. PORTALE, *I conferimenti in natura atipici nella società per azioni. Profili critici*, Milano, 1974; ID., *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. Giur.*, 2003, 1663 ss.; M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Tratt. Colombo-Portale*, Torino, 2004, (riferimenti, 224).

conferimento, in quanto la sua natura “ibrida” non ne permette ancora una classificazione univoca⁹⁷.

Al di là della differenze concettuali riscontrate (e comunque sempre riscontrabili) nell’ambito delle pronunce giurisprudenziali, alla luce dei principi espressi, sembrerebbe quindi che la mancanza di norme adeguate e di criteri certi per l’individuazione della natura giuridica, nonché del valore delle criptovalute, complice anche la difficoltà di inquadrare un fenomeno transnazionale con norme a carattere territoriale, costituisca un grave e invalicabile ostacolo alla loro imputabilità a capitale sociale, in tutti i tipi di società capitalistiche.

Tale conclusione non appare però condivisibile, in quanto un’indagine approfondita della materia dei conferimenti nei diversi tipi di società di capitali lascia intravedere una soluzione differente che passa proprio dal confronto delle norme dettate in tale ambito per le società per azioni e per le società a responsabilità limitata.

Ed invero, mentre le cautele (im)poste dal legislatore a tutela e nel bilanciamento dei molteplici (tipi di) interessi coinvolti, nelle società per azioni, rappresentano un chiaro limite all’ampliamento del novero delle entità conferibili che impedisce di squarciare anche il divieto di cui all’art. 2342, comma 5, c.c., per il quale «non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o servizi»⁹⁸, per la società a responsabilità limitata il discorso può proseguire lungo un percorso differente.

⁹⁷ Secondo la Corte di Appello, infatti, la criptovaluta, pur presentando caratteristiche proprie dei beni mobili, deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro, in quanto come l’euro è utilizzato come strumento di pagamento, laddove accettato. Allo stesso tempo e per lo stesso motivo, non può però essere considerata come avente natura e genere di beni o servizi, dal momento che questi ultimi sono suscettibili di acquisto con l’impiego del denaro e, per tale ragione, sono idonei ad essere economicamente valutati, in forza del combinato disposto di cui agli artt. 2464 e 2465 c.c. Né è risolutiva, in senso contrario, la circostanza che assolve a strumento di pagamento, come il denaro, in quanto, a prescindere dalla sua volatilità, non esiste allo stato attuale un sistema di cambio della stessa stabile e agevolmente affidabile (al pari di quanto avviene, ad esempio, per le monete aventi corso legale in altri Stati).

⁹⁸ Avendo, la società per azioni, la sola possibilità di ammetterli a titolo di apporto (e non anche di conferimento) ed emettere, a fronte di essi, *ex art. 2346*, comma 6, c.c., «strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti».

La circostanza che (come si è in precedenza detto) l'art. 2464, comma 2, c.c. faccia espressamente riferimento a tutti «gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica» ha indotto a sostenere che, con riferimento a tale specifico profilo, per questa via, il legislatore, proprio in considerazione della particolare natura di “ibrido” della società a responsabilità limitata, abbia inteso equiparare quest'ultima alle società di persone⁹⁹. La persistente funzione di garanzia dell'integrità del capitale sociale induce tuttavia a non trascurare che, nelle società a responsabilità limitata, «la rilevanza centrale del socio», quale principio cardine su cui la stessa si fonda nell'assoluto temperamento della libertà organizzativa dell'impresa con la tutela dei terzi, oltre a consentire di imboccare la strada dell'art. 2468, comma 2, c.c., lascia impregiudicata un'altra possibilità. L'art. 2464, comma 6, c.c. prevede infatti che «il conferimento può anche avvenire mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria con cui vengono garantiti, per l'intero valore ad essi assegnato, gli obblighi assunti dal socio aventi per oggetto la prestazione d'opera o di servizi a favore della società»: dunque, ammette espressamente che, in questo tipo di società, il conferimento possa riguardare entità differenti, purché il loro valore sia adeguatamente garantito (dove possibile, mediante il semplice versamento di una somma di denaro a titolo di cauzione).

Ciò induce a concludere che il conferimento di criptovalute – implicando, peraltro, un vero e proprio obbligo di *facere*, perché richiede la collaborazione del socio conferente per la messa a disposizione “tecnica” delle relative credenziali e l'accesso al relativo “conto” – diversamente da quanto ritenuto dalla più recente giurisprudenza di merito, possa essere validamente ammesso nella

⁹⁹ Cfr. G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, 2009, 225. In particolare, con riguardo al principio per cui la disciplina dei conferimenti nella società a responsabilità limitata sembrerebbe accentuare il collegamento con le società di persone (piuttosto che con le società per azioni), alla luce di una forma di «destrutturazione del patrimonio e persino del capitale», *ex multis*, v. V. SANTORO, *I conferimenti e le quote nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, V. Santoro (a cura di), Milano, 2003, 87; G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 683 ss.; P. MASI, *op. cit.*, (riferimenti, 1425).

società a responsabilità limitata, a condizione che sia prestata idonea garanzia, dunque, mediante un'applicazione analogica dell'art. 2464, comma 6, c.c.

Va da sé che, in caso contrario, il ricorso allo strumento del *cryptocrowdfunding* nelle PMI in forma di società a responsabilità limitata, può condurre a risultati piuttosto limitati, in quanto, non ammettendo (come valido) il conferimento di criptovalute, la società non potrà emettere titoli rappresentativi della partecipazione sociale (*id est*, di quote sociali), ma dovrà circoscrivere la raccolta del risparmio ad un ambito "esterno", sia pure sfruttando un meccanismo come quello sottostante alla dematerializzazione degli strumenti finanziari che, per questo tipo societario, rappresenta comunque un importante momento di rottura con il passato.

Viceversa, vista l'impossibilità per le società per azioni di utilizzare questo strumento per emettere titoli rappresentativi del capitale sociale, il ricorso a tale tecnica di finanziamento può offrire alle PMI azionarie un'importante ed ulteriore opportunità di crescita, in considerazione proprio della possibilità che esse già hanno di emettere strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c.

6. *Riflessioni conclusive*

Così sistematizzate, le argomentazioni e le conclusioni esposte sembrano lasciare aperti molti dubbi in ordine all'applicazione di norme che, pur avendo avuto il pregio di porre le basi per una prima, embrionale, regolamentazione delle forme alternative di finanziamento delle PMI attraverso lo sfruttamento delle nuove tecnologie nelle loro molteplici e variegate modalità di funzionamento, alla luce dell'indagine condotta, può dirsi che abbiano dimostrato di avere soltanto posto le basi e avviato un percorso lungo il quale bisogna ancora compiere molta strada.

Tuttavia, ciò non impedisce di svolgere qualche (pur breve) riflessione, soprattutto, in ordine ad alcuni elementi emersi sul piano del diritto, in generale, non soltanto societario.

In riferimento a quest'ultimo, può dirsi che da una rispettosa lettura delle norme che delineano il quadro regolatorio delle PMI, in uno con quella (di parte) della disciplina delle società capitalistiche, si evince una sorta di tendenza da parte del legislatore ad allentare i vincoli

all'autonomia statutaria in presenza di interessi metaindividuali di un mercato (come quello italiano) in cui l'ottanta per cento delle imprese è rappresentato da società di piccole e medie dimensioni e una buona fetta di queste è, a sua volta, costituita da società a responsabilità limitata, per cui, anche alla luce della regolamentazione europea (rappresentata, come si è visto, dallo «Small Business Act», dalla Raccomandazione CE 361/2003 e dal Regolamento UE 2017/1129, oltre che dalla c.d. Direttiva MiFID II e dal c.d. Regolamento MiFIR) si può – seppure con un cauto ottimismo – parlare di un lento svecchiamento dei metodi e dei modi di “intendere e fare l'impresa”.

In questo processo, si è arrivati all'introduzione di disposizioni civilistiche e regolamentari che, come si è tentato di chiarire con uno sguardo alle norme sul finanziamento on line e l'uso delle nuove tecnologie, stanno portando gradualmente la società a responsabilità limitata ad evolversi lungo la stessa matrice dalla quale la riforma del 2003 e gli interventi successivi avevano tentato di staccarla. Con ciò, riconoscendo la centralità e la rilevanza della figura del socio in essa e negandole quasi del tutto la possibilità di accedere a forme di indebitamento proprie della società per azioni che la “spersonalizzassero”.

Ora, un ruolo rilevante in tale evoluzione non può che essere ascrivito al rapido ed incessante sviluppo delle nuove tecnologie che, mentre sono in grado di favorire il progresso della società, anche mostrando – in apparenza – di poter arrivare a colmare carenze “assistenziali”, se non addirittura “statali”, sul versante della loro funzionalità appaiono invece deficitarie, in quanto, proprio per loro caratteristiche, sembrano offrire un quadro rassicurante, governato da principi di liberalità e garantisti, ma – a ben guardare – sul piano pratico possono costituire uno strumento dalla portata rivoluzionaria, in grado di travolgere i principi cardine del diritto “classico”, non solo di quello societario.

Facendo leva sulla depressione economica e sulla conseguente povertà di “valori” che si registra tra alcune fasce della popolazione, soprattutto più povere e più giovani, l'innovazione tecnologica, con tali strumenti (rappresentati ad esempio dalla criptovaluta) può, infatti, dare ai suoi utilizzatori l'illusione di operare in un mondo virtuale che rischia di celare uno scollamento dalla realtà (economica) reale. E ancora, di comportare (come si è detto), in estrema battuta, anche il

pericoloso disconoscimento dei principi democratici di uno Stato di diritto, il quale, per essere tale, è fisiologico che operi riservando a sé competenze, come quella legata all'emissione della moneta, la cui regolamentazione – diversamente da quello che le nuove *lobby* mirano a far credere, al chiaro scopo di accrescere il proprio potere – non può essere rimessa alla sovranità del popolo, rischiandosi in caso contrario, anche una sperequazione che tagli fuori le fasce (d'età, economiche, *etc...*) più deboli, per alimentare l'interesse di pochi.

Sicché, pur tralasciando in questa sede ogni altro argomento che tanto sotto il profilo strettamente societario quanto sul più ampio piano giuridico potrebbe comunque dare spazio ad ulteriori dibattiti, in ordine a numerosi altri problemi – come, ad esempio, quelli derivanti dal possibile utilizzo in rete di pseudonimi e, quindi, dal rischio che dietro l'utilizzo di tali strumenti possano esservi uno o più soggetti differenti da quelli fornitori delle credenziali al momento della registrazione, animati magari da scopi e finalità illecite (di riciclaggio, organizzazione di attività terroristiche, *etc...*), con evidenti problemi di sicurezza per la collettività – tutto quello che si è fin qui detto deve invitare ad orientare la riflessione in una direzione di massima “cautela” che, senza diventare proibizionismo, tenga conto dei pericoli connaturati, nell'era dell'economia “condivisa”, ad un'ampia diffusione delle nuove tecnologie.

E, ancor più, (tenga conto) dei principi della Costituzione, secondo cui «l'iniziativa economica privata è libera», ma «non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da arrecare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana» (*ex art. 41*).

Potendosi, con ciò, concludere (*id est*, ribadire) che la tecnologia, quale risultato della creatività umana e strumento al suo servizio, lungi dall'essere considerata neutra, andrebbe approcciata con cautela e al contempo con pragmatismo, cercando di interrogarsi sui riflessi concreti che le scelte, pur sempre assiologiche, ad esse sottese, possono provocare sulla società civile.

L'usura, gli interessi moratori e i nodi da sciogliere

SOMMARIO: 1. Una materia ancora dibattuta. – 2. Visioni ricostruttive. – 3. L'omogeneità tra il TEG e il TEGM – 4. La natura degli interessi moratori. – 5. Questioni applicative. – 6. I rimedi.

1. Una materia ancora dibattuta

Quello degli interessi moratori è forse l'ultimo dei grandi temi della disciplina dell'usura in attesa di un responso per così dire definitivo da parte della giurisprudenza di legittimità. Lo hanno già avuto due questioni a lungo discusse: l'una vertente sull'estensione della disciplina della l. n. 108/1996 all'usura sopravvenuta e l'altra sulla computabilità della commissione di massimo scoperto tra le voci («commissioni», «remunerazioni» e «spese»: così si esprime l'art. 644, comma 4, c.p.) che vengono a comporre il tasso soglia¹. Non che la Cassazione abbia mancato di definire nettamente, almeno fino ad oggi, la propria posizione sulla rilevanza degli interessi moratori ai fini dell'usura 'oggettiva' (quella che si realizza con il semplice superamento del tasso soglia)², ché anzi lo ha fatto a partire dalla sentenza n. 5286 del 22 aprile 2000³.

¹ Su tali questioni, come è noto, si sono pronunciate rispettivamente Cass., Sez. Un., 19 ottobre 2017, n. 24675, e Cass., Sez. Un., 20 giugno 2018, n. 16303.

² E che si differenzia dall'usura "in concreto", la quale ricorre quando gli interessi, inferiori alla soglia di legge, risultino sproporzionati rispetto alla prestazione di denaro o di altra utilità, e chi li ha dati o promessi si trova in condizioni di difficoltà economica o finanziaria; cfr. art. 644, comma 3, c.p.

³ Con riferimento a tali interessi osservava in proposito la Corte: «[N]on v'è ragione per escluderne l'applicabilità anche nell'ipotesi di assunzione dell'obbligazione di corrispondere interessi moratori, risultati di gran lunga eccedenti lo stesso tasso soglia: va rilevato, infatti, che la legge n. 108 del 1996 ha individuato un unico criterio ai fini dell'accertamento del carattere usurario degli interessi (la formulazione dell'art. 1, 3° comma, ha valore assoluto in tal senso) e che nel sistema era già presente un principio di omogeneità di trattamento degli interessi, pur nella diversità di funzione, come emerge anche dall'art. 1224, 1° comma, c.c., nella parte in cui prevede che 'se prima della mora erano dovuti interessi in misura superiore a quella legale, gli interessi moratori sono dovuti nella stessa misura'. Il ritardo colpevole, poi, non giustifica di per sé il permanere della validità di un'obbligazione così onerosa e contraria al principio generale posto dalla legge».

Tuttavia, a parte il fatto che lo scenario potrà cambiare radicalmente a breve, come subito si dirà, è ancora assente, nella giurisprudenza della S.C., una elaborazione compiuta e univoca dei risvolti applicativi correlati all'affermazione di principio per cui anche gli interessi moratori rileverebbero ai fini usurari. Il quadro fornito dagli studi della dottrina e dai responsi della giurisprudenza di merito è poi ricco di spunti problematici, se si considera la pluralità delle questioni che sono state affrontate e i diversi esiti cui ha condotto il loro scrutinio: senza contare che né la prima né la seconda paiono compiutamente persuase dell'unico punto fermo cui, da quasi due decenni, è ancorata la corte di legittimità, e di cui si è appena detto.

L'occasione per un complessivo riesame critico della materia lo offrirà, a breve, il sollecitato intervento delle Sezioni Unite, chiamate a pronunciarsi, in via definitiva (questo è perlomeno l'auspicio), sulla applicabilità della disciplina antiusura agli interessi moratori e, specificamente, sui termini del confronto tra il tasso convenuto per detti interessi e la soglia usuraria⁴. A quest'ultimo riguardo l'ordinanza interlocutoria di remissione si interroga sulla possibilità di stabilire una comparazione tra il saggio di mora e il tasso soglia determinato in base alla rilevazione del tasso economico globale medio e sull'ipotetico rilievo da assegnare, a tal fine, ad altri dati⁵.

In attesa che le Sezioni Unite pongano ordine nella materia (o che tentino comunque di farlo: non sarà facile) converrà dare qui brevemente conto delle posizioni assunte dagli interpreti con riguardo al cruciale interrogativo circa l'effettivo ambito di applicazione della l. n. 108/1996, avendo riguardo alla possibilità di ricomprendervi anche gli interessi moratori, per poi affrontare i problemi che concretamente si pongono nel caso si dia una risposta affermativa a tale quesito: quale sia il tasso soglia da prendere in considerazione ai fini

⁴ Cfr. Cass., 22 ottobre 2019, n. 26946.

⁵ Il riferimento, implicito, è alla Comunicazione della Banca d'Italia del 3 luglio 2013, di cui *infra*. Il rilievo delle questioni che si pongono è ben sottolineato dall'ordinanza interlocutoria: «Trattasi di questioni di massima che rivestono particolare importanza, in quanto, oltre ad implicare una rivisitazione delle categorie in cui vengono tradizionalmente inquadrati gli interessi, investono un fenomeno di vasta portata, oggetto di discussione in un considerevole numero di giudizi, anche di notevole valore economico, il cui esito nelle fasi di merito, avendo dato luogo a soluzioni diversificate, consente di attribuire al relativo esame uno spiccato rilievo nomofilattico».

dell'accertamento dell'usura, come confrontare tale tasso soglia con l'interesse moratorio, tenuto conto della peculiarità di quest'ultimo, e quale sia l'apparato rimediale operante in caso di positivo riscontro dell'usurarietà del tasso pattuito.

2. Visioni ricostruttive

È stata rilevata, in dottrina, l'esistenza di due dati che segnano la relazione tra usura e interessi moratori: da un lato la mancata presa in considerazione degli interessi moratori tra le voci che compongono il TEGM⁶ e dall'altro il fatto che la misura degli interessi moratori è maggiore rispetto a quella degli interessi corrispettivi⁷. È indubbio, infatti, che la tensione che percorre la materia, e che accende il dibattito, discende proprio da questa apparente contraddizione: dalla circostanza, cioè, per cui dal novero degli elementi rilevanti ai fini della definizione della soglia usuraria risulta estromessa una grandezza che dà innegabilmente corpo al fenomeno usurario, inteso quantomeno in un'accezione atecnica⁸. E non è forse un caso che gli

⁶ E cioè il tasso economico globale medio. L'art. 2, comma 1, l. n. 108/1996 stabilisce che tale è il tasso degli interessi, comprensivo di commissioni, di remunerazioni a qualsiasi titolo e spese, riferito ad anno, nel corso del trimestre precedente per operazioni della stessa natura: i valori medi derivanti da tale rilevazione, corretti in ragione delle eventuali variazioni del tasso ufficiale di sconto successive al trimestre di riferimento, sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale. Il limite previsto dal comma 3 dell'articolo 644 c.p., oltre il quale gli interessi sono sempre usurari, è stabilito sulla base del tasso medio risultante dall'ultima rilevazione oggetto di pubblicazione e relativa alla pertinente categoria di operazioni in cui il credito è compreso (art. 2, comma 4).

⁷ G. D'AMICO, *Interessi usurari e contratti bancari*, in *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*, Torino, 2015, 20 ss., il quale sottolinea come un indice normativo rilevatore del primo dato possa rinvenirsi nell'art. 1224 c.c., che stabilisce la misura forfettaria degli interessi di mora, aggiungendo, poi, che se prima della mora erano dovuti interessi corrispettivi in misura superiore a quella legale, gli interessi moratori sono dovuti nella stessa misura.

⁸ Osserva opportunamente N. RIZZO, *Interessi moratori usurari nella teoria delle obbligazioni pecuniarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 367, che il cuore del problema degli interessi moratori sta nella divergenza tra l'interpretazione che della legge sull'usura coltiva la giurisprudenza di legittimità, che è stata da subito portata a ricomprendere tali interessi nella previsione della l. n. 108/1996, e l'attuazione che di questa disciplina elabora il legislatore secondario. Sulla propensione della Cassazione ad ammettere l'usurarietà degli interessi moratori, cfr. la nota a Cass., 11

argomenti spesi dalla dottrina e della giurisprudenza per dar conto delle rispettive posizioni ruotino principalmente intorno a ciascuno di questi due elementi. La tesi che esclude la rilevanza degli interessi moratori ai fini dell'accertamento dell'usura fa perno sulla necessità di una piena corrispondenza tra le voci che compongono il TEGM e quelle da prendere in considerazione ai fini del calcolo del TEG (e cioè del tasso economico globale riferito al singolo rapporto di credito); la tesi opposta è avvertita dall'allarme che suscita l'impermeabilità del sistema della legge rispetto all'esorbitanza degli interessi moratori e, per tale ragione, valorizza gli elementi di identità che questi presentano rispetto agli interessi corrispettivi. Ma non sono solo questi i temi su cui si sono misurati gli interpreti.

L'esegesi testuale non pare fornire, per la verità, indicazioni univoche, e quindi appaganti: così, a favore della prima soluzione (quella per cui non si potrebbe configurare una usurarietà dell'interesse di mora) militerebbe il fatto che l'art. 644 c.p. definisce l'usura riferendosi a una «prestazione di denaro», mentre l'art. 2, comma 1, l. n. 108/1996 considera l'interesse usurario avendo riguardo, oltre ai costi e alle spese, alle «remunerazioni». A sostegno dell'assunto per cui gli interessi moratori rientrerebbero nella sfera di applicazione della l. n. 108/1996 viene invece comunemente osservato che il d.l. n. 392/2000 (di interpretazione autentica di quella legge), convertito in l. n. 24/2001, ha stabilito che si intendono usurari gli interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, «a qualunque titolo», — quindi, si dice, anche a titolo moratorio⁹ —, e ciò sarebbe confermato sia dai lavori preparatori della l. n. 24/2001¹⁰, che dalla Corte costituzionale che, pronunciandosi sulla legittimità costituzionale dell'art. 1 del detto decreto legge, ha osservato, per la verità con un *obiter dictum*, che il riferimento del comma 1 del richiamato articolo

gennaio 2013, n. 602 di A.A. DOLMETTA, *Su usura e interessi di mora: questioni attuali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 503 ss.

⁹ Come è stato osservato da Cass., 30 ottobre 2018, n. 27442, la previsione secondo cui il giudizio di usurarietà può riguardare gli interessi pattuiti «a qualunque titolo» renderebbe palese che per la lettera della legge anche gli interessi di mora restano soggetti alle norme antiusura.

¹⁰ Lo ricorda la stessa Cass., 30 ottobre 2018, n. 27442, di cui alla nota precedente.

agli interessi «a qualunque titolo convenuti» rende plausibile l'assunto secondo cui il tasso soglia riguarderebbe anche gli interessi moratori¹¹; ancora: deporrebbe nel senso dell'estensione della disciplina agli interessi moratori il fatto che ove il legislatore ha inteso escludere alcuni costi dalla valutazione di usurarietà, ciò ha fatto espressamente, come è accaduto per la voce «imposte e tasse»¹².

Pure non risolutiva pare una lettura della disciplina che sia diretta a misurare l'impatto pratico delle due soluzioni: l'impiego, cioè, di una chiave interpretativa che sia orientata alle conseguenze. È stato osservato che il mancato apprezzamento dell'interesse di mora ai fini dell'usura presenta l'utilità di evitare un aumento generalizzato del costo del denaro, in danno dei debitori adempienti¹³. Ma sul fronte opposto potrebbe evidenziarsi, ed è stato evidenziato¹⁴, come la tesi che ammette l'usuraietà dell'interesse moratorio risparmi alla normativa vigente agevoli elusioni, dal momento che, diversamente, sarebbe sufficiente fissare termini di adempimento molto ravvicinati per provocare l'inadempimento del debitore, pretendendo poi dallo stesso gli interessi moratori convenuti in misura eccedente rispetto al il tasso soglia¹⁵.

¹¹ C. Cost., 25 febbraio 2002, n. 29. In realtà, come è stato rilevato, se si considera che l'espressione «a qualunque titolo» compare dopo le parole «promessi o convenuti» può obiettarsi che l'inciso di riferisca al tipo negoziale in cui si iscrive l'obbligazione e non alla natura degli interessi: cfr. U. SALANITRO, *Usura e interessi moratori: ratio legis e disapplicazione della legge*, in *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*, Torino, 2015, 82.

¹² L. PASCUCCI, *Interessi moratori e usura: interpretazione abrogante dell'art. 1815, comma 2, c.c. in una recente decisione della Suprema Corte*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 47.

¹³ G. GUIZZI, *La Cassazione e l'usura ... per fatto del debitore ("aberrazioni" giurisprudenziali in tema di interessi di mora e usura)*, in *Corr. Giur.*, 2019, 162.

¹⁴ Per tutti: G. SCASSELLATI SFORZOLINI – B. MASSELLA DUCCI TERI, *Sezioni Unite, usura, cms e principio di omogeneità: risolta anche la querelle su usura e interessi moratori?* in *Dir. banc. fin.*, 2019, 320, ove i richiami a dottrina e giurisprudenza. Di recente l'argomento è stato impiegato anche da Cass., 30 ottobre 2018, n. 27442, che ha inoltre osservato come l'escludere dall'applicazione della legge il patto degli interessi moratori condurrebbe al risultato paradossale di rendere per il creditore più vantaggioso l'inadempimento che l'adempimento.

¹⁵ C'è da aggiungere che un ulteriore argomento di dibattito, in chiave di affermazione o negazione dell'usuraietà degli interessi moratori, è oggi rappresentato dal comma 4 dell'art. 1284 c.c., novellato dal d.l. n. 132/2014, convertito con modificazioni in l. n. 162/2014, secondo cui ove le parti non ne

3. *L'omogeneità tra il TEG e il TEGM*

Si torna così agli argomenti di cui si diceva in precedenza.

La necessità di una corrispondenza tra il TEG e il TEGM risulta affermata in modo netto dall' Arbitro bancario finanziario in una pronuncia resa dal Collegio di coordinamento nel 2014¹⁶: nell'occasione si è detto che tra l'insieme concretamente pattuito tra le parti di un rapporto creditizio e quello rilevato al fine di identificare il tasso soglia vi deve essere perfetta simmetria. L'ABF osserva, efficacemente, che «così come sarebbe palesemente scorretto confrontare gli interessi pattiziamente convenuti per una data operazione di credito con i tassi soglia di una diversa tipologia di operazione creditizie, così come sarebbe palesemente scorretto calcolare nel costo del credito convenzionalmente pattuito gli addebiti a titolo di imposte, altrettanto risulta scorretto calcolare nel costo del credito pattuito i tassi moratori che non sono presi in considerazione ai fini della individuazione dei tassi soglia, perché in tutti i casi si tratta di fare applicazione del medesimo principio di simmetria»¹⁷. Il presupposto di una tale conclusione è l'affermazione per cui la nozione di interesse usurario di cui all'art. 1815 c.c. dipende dall'esito di un «procedimento di concretizzazione che si svolge nel tempo e che è teso ad individuare per ciascun trimestre una misura certa dei tassi usurari espressa in forma matematica», onde divengono rilevanti le basi di calcolo che conducono ad individuare di volta in volta detta misura: dati che sono rilevati per categorie omogenee di operazioni

abbiano determinato la misura, dal momento in cui è proposta domanda giudiziale il saggio degli interessi legali è pari a quello previsto dalla legislazione speciale relativa ai ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali: si assume, difatti, che, essendo stato lo stesso legislatore ad avallare la pattuizione di interessi moratori in misura superiore alle soglie usurarie, non potrebbe sostenersi che tali interessi siano soggetti alla l. n. 108/1996 (in tal senso, in giurisprudenza, cfr. ad es. Trib. Cremona 9 gennaio 2015, in *Foro It.*, 2015, I, 1806 ss.); tale argomento viene contrastato sottolineandosi come la previsione del nuovo art. 1284, comma 4, presenti una valenza punitiva e sia riferito a situazioni in cui il ritardo ha assunto una certa importanza (così G. D'AMICO, *op. cit.*, 41). In tema, diffusamente, S. PAGLIANTINI, *Spigolature su di un idolum fori: la c.d. usura legale del nuovo art. 1284*, in *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*, Torino, 2015, 63 ss.

¹⁶ La n. 1875 del 28 marzo 2014, in *I Contratti*, 2015, 25.

¹⁷ ABF, 28 marzo 2014, cit.

credizie partendo da segnalazioni che gli intermediari iscritti debbono inviare alla Banca d'Italia seguendo le Istruzioni da questa appositamente emanate e rese pubbliche¹⁸. E sul punto, occorre ricordare come la Banca d'Italia abbia chiarito agli stessi intermediari che gli interessi di mora sono esclusi dal calcolo del TEG perché non dovuti al momento dell'erogazione del credito, ma solo a seguito di un eventuale inadempimento¹⁹.

La conferma, sul piano generale, della centralità di questa «esigenza di omogeneità o simmetria» tra le commissioni, remunerazioni e spese da prendere in considerazione con riferimento alla singola operazione di finanziamento e le voci che vengono a comporre il TEGM è stata di recente ribadita anche dalle Sezioni Unite, allorquando con la sentenza n. 16303 del 2018, si sono occupate della computabilità, ai fini dell'usura, della commissione di massimo scoperto²⁰.

L'argomento è invece svalutato dalla successiva ordinanza n. 27442 del 2018, della terza sezione civile della Cassazione: e ciò sulla base della considerazione per cui la rilevazione periodica, da parte del competente Ministero, degli interessi medi praticati dagli intermediari deve avvenire per «operazioni della stessa natura»: con ciò — è spiegato — si farebbe riferimento alle varie tipologie contrattuali, mentre il patto relativo agli interessi moratori non può dirsi una «operazione», e tanto meno un tipo contrattuale²¹.

¹⁸ ABF, 28 marzo 2014, cit.

¹⁹ Comunicazione della Banca d'Italia del 3 luglio 2013 («Chiarimenti in materia di applicazione della legge usuraria»), in cui è precisato che l'esclusione evita di considerare nella media operazioni con andamento anomalo, giacché se gli interessi moratori fossero compresi nel TEG, essi potrebbero generare un eccessivo innalzamento delle soglie, in danno della clientela.

²⁰ Il tema è ripreso incisivamente nell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite (Cass., 22 ottobre 2019, n. 26946), la quale si interroga se il principio di simmetria tra i dati da raffrontare non precluda l'assoggettamento degli interessi moratori alla disciplina della l. n. 108/1996.

²¹ In senso analogo nella giurisprudenza di merito, cfr, ad es., Trib. Udine 26 settembre 2014, in *Il caso.it*, secondo cui non è possibile assumere che la Banca d'Italia debba prima realizzare un'indagine apposita per determinare il tasso medio di mora: in tal modo si farebbe assurgere la mora ad una specifica categoria di credito con sue proprie soglie d'usura (quando la mora è, invece, una semplice modifica del piano di ammortamento pattuito dovuta al contegno inadempiente del debitore) e si verrebbe a creare una soglia specifica più alta rispetto all'ordinario costo del credito.

Si nega, invece, comunemente, che l'omogeneità dei dati da porre a confronto possa essere tratta dalla Comunicazione della Banca d'Italia del 3 luglio 2013 recante «Chiarimenti in materia di applicazione della legge usuraria» con cui l'organo di vigilanza, dopo aver precisato che anche gli interessi di mora sono soggetti alla normativa anti-usura, precisa che per evitare il confronto tra tassi disomogenei (TEG applicato al singolo cliente, comprensivo della mora effettivamente pagata, e tasso soglia che esclude la mora), i decreti trimestrali riportano i risultati di un'indagine per cui «la maggiorazione stabilita contrattualmente per i casi di ritardato pagamento è mediamente pari a 2,1 punti percentuali». È stato osservato, infatti, che alla Banca d'Italia non è conferito alcun potere regolamentare e che l'indicazione della soglia usuraria non potrebbe essere affidata a una indagine conoscitiva condotta, come nel caso di specie, una sola volta molti anni prima (nel 2002)²². Di fatto, nei decreti ministeriali di rilevazione dei tassi globali medi tale valore compare (e compare fin dal d.m. 25 marzo 2003). Ci si può allora interrogare se a a tale dato — che presenta, però, una intrinseca inattendibilità, in quanto non fotografa l'esistente, come il TEGM, ma si limita a riproporre gli esiti di una indagine compiuta *una tantum*²³ — possa essere attribuito lo stesso

In dottrina si veda R. MARCELLI, *Usura bancaria ad un ventennio dalla legge: un impietoso bilancio*, Milano, 2017, 82, il quale rileva come il tasso medio ricomprenda i soli costi che «normalmente, ordinariamente e fisiologicamente vengono sopportati nell'erogazione del credito»; osserva l'autore che nella misura in cui il TEGM incorporasse elementi di patologia [come appunto il tasso di mora] si tradirebbe lo spirito della legge, inducendo una falsa rappresentazione del mercato e un'indebita lievitazione del tasso di riferimento, 85.

²² Sulla non utilizzabilità del dato ai fini dell'accertamento dell'usura, si vedano in dottrina: A.A. DOLMETTA, *Su usura e interessi di mora: questioni attuali*, cit., 505 ss.; G. D'AMICO, *op. cit.*, 33; V. FARINA, *Sindacato e disapplicazione dei decreti ministeriali in tema di usura e rilevanza dell'operazione economica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 464. Sul piano pratico è stato rilevato come a seguito della riforma del 2011 (che ha fissato un diverso criterio per la definizione del tasso soglia), l'applicazione della maggiorazione del 2,1% renderebbe il più delle volte del tutto irrilevante il limite che segna l'usura, tanto esso dovrebbe essere innalzato: così P. FAUSTI, *Luci e ombre sugli interessi moratori: tra decisioni e novità normative*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, II, 23.

²³ È stato puntualmente sottolineato, in proposito, come risulti singolare la rilevazione di una *spread* destinato a restare costante, e non invece, come sarebbe da attendersi, caratterizzato da un andamento progressivo, al variare in aumento del

valore che le Sezioni Unite hanno conferito alla c.d. commissione di massimo scoperto soglia, parimenti oggetto di menzione dei decreti ministeriali (in calce alla tabella dei TEGM)²⁴. La Cassazione²⁵, di recente, si è pronunciata sul tema, sebbene lo abbia fatto valorizzando non già il fatto che i decreti indichino gli esiti dell'indagine statistica condotta a fini conoscitivi dalla Banca d'Italia, ma il dato dell'esistenza di tal accertamento, in sé considerato: si legge infatti nella pronuncia che la soggezione degli interessi convenzionali di mora all'applicazione della normativa antiusura non trova ostacolo nel fatto che le istruzioni della Banca d'Italia omettano di includere gli interessi di mora nel TEGM: si precisa, al riguardo, che poiché la Banca d'Italia provvede comunque alla rilevazione della media dei tassi convenzionali di mora, è possibile individuare il «tasso soglia di mora» del periodo di riferimento, applicando a tale valore la maggiorazione prevista dall'art. 2, comma 4, l. n. 108 del 1996. Quel che conta, ai fini dell'usura, è, però, la rilevazione contenuta nei decreti ministeriali, non il plesso di indicazioni che la Banca d'Italia fornisce agli intermediari: ed è avendo riguardo a tale rilevazione (e al fatto che essa risulti condotta e conclusa nel rispetto di quanto prescritto dalla norma primaria) che deve misurarsi l'affermazione per cui quanto preteso dall'intermediario superi il limite previsto dal comma 4 dell'art. 1 l. n. 108/1996²⁶.

È da aggiungere per completezza, che, a partire dal d.m. 21 dicembre 2017, il Ministero dell'economia non riporta più il dato del 2,1%, di cui si è detto in precedenza, ma le risultanze di una rilevazione statistica aggiornata, eseguita dalla Banca d'Italia d'intesa col detto Ministero, in cui sono indicate le maggiorazioni medie,

tasso corrispettivo, cfr. C. COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, in *I contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), Milano, 2016, 529.

²⁴ Cass., Sez. Un., 20 giugno 2018, n. 16303, valorizza l'inclusione del dato riferito alla commissione di massimo scoperto nei decreti trimestrali per escludere la difformità di questi rispetto alle previsioni di legge: e lo fa rilevando come tale circostanza consenta la piena comparazione tra i corrispettivi della prestazione creditizia praticati nelle fattispecie concrete e il tasso soglia.

²⁵ Cass., 17 ottobre 2019, n. 26286.

²⁶ Tendenzialmente contraria ad assumere come parametro dell'usurarietà dell'interesse moratorio il tasso medio rilevato dalla Banca d'Italia a fini conoscitivi parrebbe Cass., 22 ottobre 2019, n. 26946, con cui è stata operata la rimessione alle Sezioni Unite.

rispetto ai tassi corrispettivi, adottate con riferimento a differenti categorie di operazioni (mutui ipotecari ultraquinquennali, leasing, altri prestiti).

Al fine di consentire il computo degli interessi moratori che l'atto di normazione secondario abbia mancato di includere nel tasso globale medio non sembra ammissibile, infine, la creazione, da parte del giudice, di un TEGM diverso da quello rilevato dal Ministero dell'economia, previa disapplicazione del decreto che debba essere preso in considerazione ai fini dell'accertamento del tasso usurario. Come è stato osservato, sarebbe questa un'operazione additiva (non una mera disapplicazione) attraverso cui si attuerebbe la creazione, da parte dell'interprete, di una fattispecie incriminatrice diversa da quella prevista²⁷.

Ciò detto, e tornando al problema della asserita necessità di una omogeneità tra elementi del TEG e elementi del TEGM, può dubitarsi del fatto che la mancata inclusione dell'interesse moratorio nelle rilevazioni trimestrali del tasso globale medio impedisca di considerare lo stesso come usurario una volta che ne sia constatata l'eccedenza rispetto al tasso soglia: per escludere la rilevanza dell'interesse di mora ai fini dell'usura dovrebbe infatti negarsi che tale interesse possa essere preso in considerazione quale maggiorazione del costo del finanziamento, rispetto al TEGM, da contenere entro il limite di legge (dato dal tasso medio incrementato del 25%, più 4 punti percentuali). Ma la disciplina vigente non fornisce sicure indicazioni in tal senso e, anzi, la previsione normativa di un tasso soglia unico appare compatibile con l'opposta soluzione: la quale è accolta da chi osserva come il margine che separa il TEGM dal tasso soglia risulti essere, in fondo, abbastanza ampio²⁸ e tale quindi da consentire agli intermediari di modulare l'interesse moratorio facendolo rientrare in tale *spread*²⁹.

²⁷ V. FARINA, *op. cit.*, 462 ss., il quale precisa che, oltretutto, l'ipotetica consulenza che fosse espletata a tal fine, per un verso si fonderebbe necessariamente su di una rilevazione postuma del tasso effettivo globale medio praticato dal sistema bancario e, per ciò stesso, su elementi diversi da quelli previsti dalla legge e per altro verso risulterebbe, di difficile, se non impossibile attuazione, presupponendo la richiesta di informazioni all'intero sistema bancario.

²⁸ G. D'AMICO, *op. cit.*, 36 ss.

²⁹ Mette conto di ricordare come in dottrina si sia sostenuto che la pretesa

In tal senso, può ipotizzarsi che proprio la mancata previsione, da parte della l. n. 108/1996, della soluzione più acconcia a rendere possibile, con riferimento agli interessi moratori, l'applicazione del criterio di omogeneità — soluzione consistente nell'identificazione di due tassi soglia (uno per il regolare andamento del rapporto, e l'altro per uno svolgimento di esso segnato da inadempimenti) — sia rappresentativa della *voluntas legis* di escludere che tale criterio debba trovare applicazione con riferimento al tema che qui ci occupa³⁰: con la conseguenza che l'interesse moratorio possa rilevare, ai fini dell'usura, come maggiorazione dell'interesse corrispettivo che porti al superamento del tasso soglia.

4. *La natura degli interessi moratori*

Una supposta non operatività del cosiddetto principio di simmetria con riferimento agli interessi moratori non implica, tuttavia, che i detti interessi siano da prendere senz'altro in considerazione ai fini dell'usura: potrebbe difatti opinarsi che essi, proprio in quanto diversi dagli interessi corrispettivi, siano sottratti alla disciplina della l. n. 108/1996 (assumendosi che la detta disciplina sia modellata su quest'ultima tipologia di interessi e abbia riguardo solo ad essi).

È, questo, il tema affrontato da Cass., 30 ottobre 2018, n. 27442, il cui sforzo argomentativo è volto a dar ragione dell'orientamento consolidato del giudice di legittimità che, come accennato, reputa che gli interessi moratori non si sottraggano alla disciplina dell'usura

simmetria tra TEGM e TEG rilevi, per la legge, solo in linea tendenziale: sicché le autorità amministrative dovrebbero ritenersi ammesse a utilizzare, quale criterio di selezione degli elementi di costo quello della rappresentatività del costo medio del credito, che non dovrebbe inquinarsi con voci che appaiano statisticamente non significative, in quanto costi atipici e o di rara applicazione o non idonee, in quanto pertinenti al momento patologico del contratto e tali, comunque, da esulare dal suo svolgimento fisiologico a fornire una fedele rappresentazione di esso (L. PASCUCI, *op. cit.*, 48).

³⁰ È banalmente da osservare, infatti, con riguardo ai contratti che prevedano la corresponsione di interessi moratori, che il tasso soglia unico non assicura alcuna simmetria tra i valori del TEGM e quelli del TEG: se viene rilevato il tasso degli interessi corrispettivi (come in concreto accade), quello moratorio previsto contrattualmente non ha corrispondenza nel TEGM; nel caso in cui ad essere rilevato fosse il tasso moratorio, varrebbe la proposizione inversa.

presunta (quella che si determina in caso di superamento del tasso soglia)³¹. L'impianto motivazionale della decisione è in gran parte incentrato sul rilievo per cui interessi corrispettivi e moratori hanno entrambi funzione remunerativa: si osserva che gli interessi moratori di cui all'art. 1224 c.c. hanno lo scopo di risarcire il creditore dal danno sofferto in conseguenza del ritardo nel pagamento del debito pecuniario: danno che è la conseguenza del principio economico della naturale fecondità del denaro; in tal senso, tanto gli interessi compensativi (o corrispettivi) quanto quelli moratori ristorano dunque il differimento nel tempo del godimento di un capitale. Essi divergono nella fonte (il contratto nel primo caso; il contratto e la mora nel secondo) e nella decorrenza (immediata per i primi, differita ed eventuale per i secondi), ma non nella funzione. L'affermazione non è nuova: vi si distingue l'eco di autorevoli insegnamenti del passato³² ripresi di recente da chi ha individuato la specialità del sistema risarcitorio delle obbligazioni pecuniarie nell'attribuzione, al creditore, del diritto a fruire di quella naturale redditività della somma di denaro sancita, con previsione di carattere generale, dall'art. 1282 c.c.: per modo che, con riferimento ai casi in cui la messa a disposizione del denaro è avvenuta a titolo oneroso opererebbe un vero e proprio prolungamento del rapporto di corrispettività³³.

³¹ Cfr. nota 3. Nel senso esplicito che l'art. 1 della l. n. 108 del 1996, che prevede la fissazione di un tasso soglia al di là del quale gli interessi pattuiti debbono essere considerati usurari, riguarda sia gli interessi corrispettivi che gli interessi moratori, Cass., 4 aprile 2003, n. 5324 e Cass., 6 marzo 2017, n. 5598; cfr. pure Cass., 9 gennaio 2013, n. 350 in *Foro It.*, 2014, I, 128; accomunano interessi corrispettivi e moratori nel medesimo trattamento, in base al cit. art. 1, anche se nella prospettiva di risolvere la questione circa l'applicabilità, ai rapporti sorti prima dell'entrata in vigore della l. n. 108/1996, della disciplina da questa introdotta: Cass., 11 gennaio 2013, n. 602 e Cass., 11 gennaio 2013, n. 603, *ivi*.

³² Si veda M. GIORGIANNI, *L'inadempimento*, Milano, 1975, 146 ss., il quale osservava a proposito della contrapposizione tra gli interessi ex art. 1282 c.c. e quelli ex art. 1224 che i termini della stessa sembravano «invecchiati, ed abbiano bisogno di una attenta revisione», osservando, poi, come la liquidazione forfettaria «anche se il creditore non prova di aver sofferto alcun danno» di cui all'art. 1224 c.c. dà l'idea che il legislatore consideri la mancata disponibilità del denaro come, di per sé, uno svantaggio per il creditore per le medesime ragioni economiche che hanno ispirato l'art. 1282 c.c., 161.

³³ F. PIRAINO, *Usura e interessi*, in *Gli interessi usurari. Quattro voci su un tema controverso*, Torino, 2015, 155. Sempre nel senso che gli interessi moratori abbiano

Si è tuttavia obiettato che la distinzione tra la funzione di remunerazione del capitale prestato, propria degli interessi corrispettivi, e la funzione risarcitoria del danno patito in dipendenza dell'inadempimento, assolta dagli interessi moratori, per quanto possa presentarsi in termini sfumati, avrebbe un preciso fondamento normativo, giacché la norma dell'art. 1224 c.c. ricostruisce il titolo giuridico dell'attribuzione dell'interessi di mora in chiave di ristoro del danno, e non in quella di compenso per la prestazione di una somma di denaro³⁴. La differenza tra le due tipologie di interessi sarebbe del resto segnata anche dalla diversità della fonte, giacché gli interessi moratori, a differenza di quelli corrispettivi, sono dovuti in forza dell'inadempimento. Ciò renderebbe inaccettabile la soluzione sposata dalla S.C.: si osserva che se l'interesse moratorio usurario sorge dall'inadempimento del debitore, è questo a poter determinare l'usurarietà del contratto (con quel che ne consegue — possiamo qui aggiungere — sul piano dei rimedi approntati dall'ordinamento) semplicemente smettendo di adempiere³⁵.

Quest'ultima considerazione si fonda, evidentemente, sull'assunto che il contratto possa considerarsi usurario nel momento in cui il debitore divenga inadempiente e sia per ciò tenuto a corrispondere gli interessi moratori oltre soglia solo da allora: assunto che non è pacifico (cfr. § succ.) ma che svela, in tutta la sua estensione, il

una funzione di corrispettivo non diversa, ed anzi maggiore da quella che impronta la nascita dell'obbligazione degli interessi legali nelle principali ipotesi previste dalla legge, N. RIZZO, *op. cit.*, 363 ss.

³⁴ G. GUIZZI, *op. cit.*, 158 ss., il quale reputa priva di consistenza la circostanza per cui nella previsione dell'art. 1224 c.c. il danno debba essere risarcito col pagamento degli interessi (e dunque parametrato al corrispettivo che il creditore avrebbe potuto trarre qualora, disponendo della somma alla scadenza, avesse potuto reimpiegare la stessa in altre operazioni di credito), giacché tale profilo inerisce alla modalità di liquidazione del risarcimento del danno, ma non vale a mutare la causa giuridica dell'attribuzione, trasformandola in corrispettivo della somma prestata al debitore.

³⁵ G. GUIZZI, *op. cit.*, 157; nello stesso senso, C. COLOMBO, *op. cit.*, 534, secondo cui «[n]on appare [...] in alcun modo coerente con la disciplina anti-usura l'eventualità che possa essere un'iniziativa del cliente, messa in atto successivamente alla conclusione del contratto, a determinare addirittura l'usurarietà genetica del tasso, con conseguente applicazione della sanzione di cui all'art. 1815, 2° co. c.c., nonché con conseguente integrazione degli estremi della fattispecie criminosa».

problema del computo, ai fini dell'usura, di una prestazione che, per essere meramente eventuale, presenta, per un verso, un tratto di significativa disomogeneità rispetto a quella avente ad oggetto gli interessi corrispettivi (che sono con certezza dovuti, seppure alle scadenze pattuite) e, per altro verso, non descrive, se non in via astratta — e ipotetica, appunto —, il costo reale che il finanziamento avrà per il debitore.

5. *Questioni applicative*

Proprio avendo riguardo alla natura meramente eventuale degli interessi moratori, è sorta questione, tra quanti reputano che tali interessi vadano presi in considerazione ai fini della verifica del tasso usurario, se assuma rilievo la circostanza della loro mera pattuizione o non piuttosto il fatto che sia insorta la mora che ne rende attuale la spettanza: se, in altri termini, debba aversi riguardo a un'usura meramente potenziale o a un'usura effettiva. La risposta è prevalentemente nel senso che per ritenere usurario l'interesse moratorio sia sufficiente la previsione di questo in contratto, indipendentemente dall'inadempimento del debitore. Si spiega, in proposito, che l'eventualità degli interessi moratori, dovuti in ragione del ritardo nell'adempimento, non ne implica l'irrilevanza ai fini dell'usura, giacché la legge reputa sufficiente la mera promessa dei vantaggi usurari³⁶, anche se non mancano voci discordi nella giurisprudenza di merito³⁷.

La questione ha innegabili risvolti pratici, ma in dipendenza dei

³⁶ V. SANGIOVANNI, *Tasso di mora oltre soglia-usura e azzeramento di interessi sia moratori sia corrispettivi*, *Corr. Giur.*, 2019, 916; in giurisprudenza, ad esempio, Trib. Bergamo 7 giugno 2018, *ivi*, 913, secondo cui gli interessi moratori devono essere considerati «sin dalla fase genetica, e a prescindere dal fatto che non siano poi stati né richiesti né corrisposti nella fase esecutiva del negozio».

³⁷ Così, ad esempio, Trib. Torino 20 giugno 2015, in *Il caso.it.*, ove si assume che il tasso effettivo applicabile all'operazione creditizia deve avere ad oggetto le remunerazioni, commissioni e spese che sono dovute per effetto della sola conclusione del contratto, come gli interessi corrispettivi, o che, pur essendo subordinate al verificarsi di eventi futuri, meramente possibili al momento della conclusione del negozio, sono dovute per essersi verificato il relativo evento nel corso del rapporto (e il riferimento esplicito ha ad oggetto, per l'appunto, la mora da ritardo nel pagamento).

diversi mezzi di tutela che si prendano in considerazione. E infatti, se si reputa che il rimedio operante a fronte della pattuizione di interessi moratori oltre soglia sia quello di cui all'art. 1815, comma 2, c.c. (e cioè l'esclusione della debenza di ogni interesse, sia esso moratorio o corrispettivo), emerge, in tutta la sua evidenza, il paradosso di un sistema che assegnasse al debitore il potere non solo di decidere di rendere usurario, col proprio inadempimento, il contratto³⁸, ma anche quello di sottrarsi, con tale condotta, al pagamento degli interessi corrispettivi convenuti. Se, invece, si ritiene che a fronte di interessi moratori usurari si determini la semplice nullità della clausola che li preveda, non ci si deve interrogare se conti l'usura potenziale o quella effettiva: fintanto che il debitore adempie regolarmente, gli interessi moratori non saranno ovviamente dovuti, mentre quelli corrispettivi (sotto la soglia) lo saranno; se, poi, il debitore risulterà inadempiente, lo scenario non cambierà, perché egli non dovrà versare gli interessi moratori (convenuti con una clausola colpita da nullità), ma dovrà continuare a pagare gli interessi corrispettivi; in altri termini, se il rimedio operante non è quello dell'art. 1815, comma 2, c.c., il debitore, pur essendo artefice dell'usura, non potrà mai determinare, con il proprio comportamento, il venir meno dell'obbligazione relativa agli interessi corrispettivi.

Altro problema, connesso a quello che precede, investe l'apprezzamento dell'interesse moratorio ai fini della verifica del superamento della soglia usuraria. Il tema costituisce una diversa declinazione, sul piano delle conseguenze pratiche, della richiamata diversità che è possibile cogliere tra gli interessi corrispettivi e quelli moratori. Guardando a come si atteggia, in concreto, l'obbligazione che concerne questi ultimi, non parrebbe, a tutta prima, priva di fondamento una notazione: quella per cui nei finanziamenti a rimborso rateale il tasso di mora incide sulla frazione mensile del credito portata in ammortamento e sui relativi interessi, e non sull'intero capitale; sicché di usura potrebbe propriamente parlarsi solo ove l'inadempimento si protraesse per un numero così elevato di rate da determinare la debenza di interessi di mora che — calcolati in misura percentuale rispetto al capitale — risultino superiori al tasso

³⁸ Cfr. § prec.

soglia³⁹. Se, però, si ritiene che l'usurarietà degli interessi moratori vada predicata sulla base della sola esistenza di una pattuizione che preveda l'eccedenza della loro misura rispetto al tasso soglia, un tale ordine di considerazioni resta superato.

La necessità di un accertamento circa il superamento del tasso soglia, da condursi sulla scorta della previsione contrattuale, esclude, comunque, che la comparazione possa attuarsi tra tale tasso e la sommatoria degli interessi corrispettivi e moratori, giacché sono, queste ultime, unità eterogenee, tra loro alternative (riferite l'una al fisiologico andamento del rapporto e l'altra alla sua patologia) e risultando manifesto, sul piano logico e matematico, che il debitore non debba corrispondere il cumulo di tali interessi⁴⁰.

Può certo accadere, e anzi normalmente accade, che, conglobando la rata una quota di interessi corrispettivi e una quota di capitale, al debitore inadempiente sia applicato un interesse di mora da computarsi anche su quella frazione di interessi: ma ciò non consente certo di ritenere che il debitore sia tenuto a corrispondere interessi pari alla sommatoria dei due valori percentuali indicati in contratto.

6. I rimedi

Per quanto attiene agli strumenti di tutela, può evidenziarsi, in sintesi, che nella prospettiva — assunta dall'ABF — dell'impossibilità

³⁹ Un rilievo in tal senso è contenuto in Trib. Mil., 28 gennaio 2014, in *dirittobancario.it*, in fattispecie in cui la parte attrice aveva ricavato l'usura dalla sommatoria numerica dei tassi riferiti agli interessi corrispettivi e moratori.

⁴⁰ In tema: P. FAUSTI, *op. cit.*, 35 s.; N. RIZZO, *op. cit.*, 373 ss. Nella giurisprudenza di merito, per tutte: Trib. Mil., 8 marzo 2016, in *Il caso.it*, ove giustamente si precisa come il tasso corrispettivo si applichi sul capitale residuo, mentre quello di mora sulla singola rata di ammortamento. Il problema è stato affrontato e risolto negli stessi termini da Cass., 17 ottobre 2019, n. 26286: vi si afferma che gli interessi corrispettivi costituiscono la controprestazione del mutuante, mentre quelli moratori hanno natura di clausola penale, in quanto costituiscono la determinazione convenzionale preventiva del danno da inadempimento; in conseguenza le due unità non si potrebbero sommare. Altra questione è se il raffronto vada operato prendendo in considerazione il solo interesse di mora ovvero il detto interesse maggiorato degli ulteriori costi contrattuali, con esclusione degli interessi corrispettivi: cfr. L. PASCUCI, *op. cit.*, 56 ss., la quale rileva che solo un calcolo inclusivo delle altre voci di costo giustificerebbe la sanzione di cui all'art. 1815, comma 2 c.c.

di applicare agli interessi moratori la disciplina dell'usura presunta, la tutela del debitore resta affidata al rimedio della riduzione della clausola penale⁴¹. Questa soluzione non può essere però seguita nel caso di accertata nullità della clausola ex art. 33, lett. f), d.lgs. n. 206/2005 (codice del consumo): e cioè allorquando, in un contratto del consumatore, sia presente una clausola che imponga a quest'ultimo, in caso di inadempimento o di ritardo nell'adempimento, il pagamento di una somma di denaro a titolo di risarcimento, clausola penale o altro titolo equivalente, di importo manifestamente eccessivo. Infatti l'art. 36 del cit. d.lgs. prevede che le clausole vessatorie (come quella indicata) siano nulle, mentre il contratto rimane valido per il resto⁴². In questa particolare fattispecie l'ABF reputa che la nullità della disposizione contrattuale non sia incompatibile con la regola posta dall'art. 1224 c.c. e che, in conseguenza, il debitore debba continuare a corrispondere gli interessi nella misura convenuta per quelli corrispettivi: in tal senso, non si produrrebbe l'effetto della riduzione della penale (che l'art. 36, in presenza della nullità, vieta) ma la caducazione della clausola, sicché gli interessi moratori sarebbero dovuti non più in forza della clausola che contemplava gli interessi eccessivi, ma in ragione della previsione contenuta nel

⁴¹ ABF, Collegio di coordinamento, 28 marzo 2014, n. 1875 cit.; ABF, Collegio di coordinamento, 24 giugno 2014, n. 3955. Dello stesso avviso è G. GUIZZI, *op. cit.*, 161, che osserva: «Se [...] la differenza in percentuale tra il tasso convenzionale di mora e quello corrispettivo (riproponendo l'esempio già fatto, la maggiorazione del 2%, che in caso di mora si aggiunge al 5% del tasso corrispettivo) rappresenta null'altro che una clausola penale — che serve, dunque, a liquidare forfettariamente il maggior danno del creditore — è evidente che il rischio che questi, nel fissare la misura dell'interesse moratorio, possa agire imponendo una maggiorazione esorbitante rispetto al tasso corrispettivo già pattuito (e lecito perché sotto soglia) può essere tranquillamente governato dal giudice senza dover evocare lo spettro dell'usura, ma semplicemente giudicando della equità della misura di tale maggiorazione, ed allora eventualmente, ove la valuti iniqua, riducendola anche d'ufficio ai sensi dell'art. 1384 c.c.».

⁴² Deve rammentarsi che secondo la Corte di giustizia l'art. 6.1. della dir. 93/13 che ha avuto recepimento nella norma corrispondente, oggi, all'art. 36 del codice del consumo, non può essere interpretato nel senso di consentire al giudice nazionale, qualora accerti la clausola abusiva, di integrare il contratto rielaborando il contenuto della clausola (C. Giust. UE, 14 giugno 2012, C-618/10, *Banco Español de Crédito*; C. Giust. UE, 30 maggio 2013, C-488/11, *Asbeek Brusse*).

comma 1 dell'art. 1224 c.c.⁴³.

Se, invece, si ritiene che l'esorbitanza del tasso moratorio rispetto al tasso soglia assuma un rilievo autonomo (e non indiretto, come sarebbe se si stimasse tale eccedenza come meramente indicativa dell'eccessività della penale, nell'ottica applicativa dell'art. 1384 c.c.), si pone il problema della soggezione del contratto alla sanzione draconiana prevista dal comma 2 dell'art. 1815 c.c. secondo cui «[s]e sono convenuti interessi usurari, la clausola è nulla e non sono dovuti interessi».

La corte di legittimità⁴⁴, in un precedente isolato, ha ritenuto seccamente corretta l'eliminazione di ogni interesse in un caso in cui il tasso degli interessi moratori era superiore al tasso soglia: si tratta della decisione di un ricorso con cui era stata puntualmente censurata l'affermazione, contenuta nella sentenza impugnata, per cui, nel caso di affermata nullità degli interessi usurari, detta nullità non potrebbe colpire gli interessi corrispettivi che non superino il tasso soglia⁴⁵. La tesi della caducazione di tutti gli interessi, corrispettivi e moratori, è sostenuta, in dottrina, muovendo dal rilievo per cui l'art. 1815, comma 2, c.c. va letto unitamente all'art. 644, comma 4, c.p.: in base al combinato disposto di tali norme, quel che rileverebbe, ai fini usurari, non è il tasso di interesse, ma il più ampio aggregato delle remunerazioni a qualsiasi titolo che siano state convenute: in conseguenza, la sanzione della non spettanza di cui all'art. 1815, comma 2, dovrebbe travolgere ogni onere che abbia concorso alla

⁴³ ABF, 24 giugno 2014, n. 3955 cit. L'idea che la nullità della clausola sugli interessi moratori eccessivi non si comunichi all'obbligazione di pagamento degli interessi corrispettivi è espressa a chiare lettere da C. Giust. UE, 7 agosto 2018, C-96/16 e C-94/17, *Banco Santander*, secondo cui la direttiva 93/13 deve essere interpretata nel senso che essa non osta ad una giurisprudenza nazionale secondo la quale la conseguenza del carattere abusivo di una clausola non negoziata di un contratto di mutuo concluso con un consumatore, che fissa il tasso degli interessi moratori, consiste nella soppressione integrale di questi interessi, mentre continuano a maturare gli interessi corrispettivi previsti da detto contratto. Occorre nondimeno considerare che l'affermazione riguarda gli interessi corrispettivi in quanto tali, mentre nel caso di specie verrebbe pur sempre in questione l'obbligazione degli interessi moratori, dovuti nella misura di cui all'art. 1224 c.c. (che è poi quella degli interessi corrispettivi, ove questi superino il saggio legale).

⁴⁴ Cass., 4 ottobre 2017, n. 23192.

⁴⁵ Si tratta di una tesi che ha un suo seguito nella giurisprudenza di merito: si veda, esemplificativamente, App. Roma, 7 luglio 2016, in *Il caso.it*.

determinazione del TEG⁴⁶.

L'obiezione più stringente, rispetto a questa soluzione, non è nuova: è quella per cui se si applica l'art. 1815, comma 2, agli interessi moratori (e si annulla, per tale via, ogni remunerazione in favore del soggetto che eroga il finanziamento) si finisce addirittura col premiare l'inadempimento, non solo esonerando il debitore da alcuna responsabilità per il caso in cui non esegua le prestazioni convenute, ma trasformando addirittura il contratto oneroso in contratto gratuito⁴⁷.

Si è quindi fatta strada, in giurisprudenza, come in dottrina, la tesi per cui l'eccedenza del tasso moratorio rispetto al tasso soglia trovi rimedio in una nullità incidente sulla sola pattuizione che riguarda gli interessi moratori.

Essa è espressa, in *obiter*, dalla più volte citata Cass. 30 ottobre 2018, n. 27442, la quale dopo aver dato diffusamente conto della funzione remunerativa che accomuna gli interessi moratori e quelli corrispettivi, conclude rilevando che l'art. 1815, comma 2 c.c. nella fattispecie che qui interessa non opererebbe, giacché tale articolo si riferirebbe ai soli interessi corrispettivi e la causa delle due tipologie di interessi sarebbe, pur sempre, diversa: il che renderebbe «ragionevole, in presenza di interessi convenzionali moratori usurari, di fronte alla nullità della clausola, attribuire secondo le norme generali al danneggiato gli interessi al tasso legale»⁴⁸. Affermazione

⁴⁶ Per un'ampia panoramica delle posizioni dottrinali e giurisprudenziali sul punto, L. PASCUCCI, *op. cit.*, 49 ss.

⁴⁷ A.A. DOLMETTA, *Le prime sentenze della Cassazione civile in materia di usura ex lege n. 108/1996*, in *Corr. Giur.*, 2000, 878.

⁴⁸ Da questa soluzione si discosta Cass., 17 ottobre 2019, n. 26286, la quale pare optare per una via mediana che aggrega nella regolamentazione della fattispecie che qui interessa l'art. 1815 c.c. e l'art. 1384 c.c.; nella sentenza è difatti enunciato il seguente principio di diritto: «Per gli interessi convenzionali di mora, che hanno natura di clausola penale in quanto consistono nella liquidazione preventiva e forfettaria del danno da ritardato pagamento, trovano contemporanea applicazione l'art. 1815 c.c., comma 2, che prevede la nullità della pattuizione che oltrepassi il «tasso soglia» che determina la presunzione assoluta di usurarietà, ai sensi della l. n. 108 del 1996, art. 2, e l'art. 1384 c.c., secondo cui il giudice può ridurre ad equità la penale il cui ammontare sia manifestamente eccessivo. Sono infatti diversi i presupposti e gli effetti, giacché nel secondo caso la valutazione di usurarietà è rimessa all'apprezzamento del giudice (che solo in via indiretta ed eventuale può prendere a parametro di riferimento il TEGM) e, comunque, l'obbligazione di

che andrebbe naturalmente integrata, nell'ipotesi in cui sia stato convenuto un interesse corrispettivo superiore al tasso legale, nel senso dell'obbligo, da parte del debitore, di corrispondere l'interesse moratorio in misura corrispondente all'interesse corrispettivo, secondo quanto prescritto dall'art. 1224, comma 1, c.c.

La nullità della clausola sarebbe, per la precisione, una nullità derivante dall'illiceità della relativa pattuizione⁴⁹. Il punto non è per la verità pacifico: si è detto, infatti, che, per quanto risulti difficile contestare l'astratta sussistenza della configurabilità di una tale nullità, giacché si è in presenza di una violazione della norma penale, essa sarebbe nondimeno da escludere, in quanto il rimedio approntato dall'ordinamento per gli interessi moratori usurari è quello della riduzione della penale eccessiva (art. 1384 c.c.), onde la richiamata invalidità sarebbe avversata dalla riserva contenuta nell'art. 1418, comma 1 c.c. («salvo che la legge disponga diversamente»)⁵⁰. Al che si è però obiettato che le logiche di oggettività e deterrenza, cui obbedisce la legge sull'usura, dovrebbero riflettersi anche sulle discipline contigue, quale appunto, quella sul controllo della penale, incidendo sulla loro portata e sul loro ambito di applicazione⁵¹ (e ciò, è da intendere, dovrebbe implicare che la riduzione della penale sia non possibile a fronte del rilevato superamento del tasso soglia, operando, in tal caso, la sola disciplina speciale prevista dalla l. n. 108 del 1996).

Ad ogni modo, nel caso in cui si faccia questione dell'usurarietà dei

corrispondere gli interessi permane, sia pur nella minor misura ritenuta equa».

⁴⁹ S. PAGLIANTINI, *op. cit.*, 60 s.

⁵⁰ G. D'AMICO, *op. cit.*, 44 s., per cui la riduzione dovrebbe operarsi fino al tasso soglia. Nel senso che l'interesse moratorio andrebbe ricondotto al TEGM, invece, A.A. DOLMETTA, *Su usura e interessi di mora: questioni attuali*, cit., 510. In termini generali l'inciso «salvo che la legge disponga diversamente», impone all'interprete di accertare se il legislatore, anche nel caso di inosservanza del precetto, abbia consentito la validità del negozio predisponendo un meccanismo idoneo a realizzare gli effetti voluti della norma (per tutte: Cass., 6 aprile 2018, n. 8499; Cass., 28 settembre 2016, n. 19196, secondo cui, in assenza di un divieto generale di porre in essere attività negoziali pregiudizievoli per i terzi, la stipulazione di un contratto di mutuo ipotecario in violazione dell'art. 216, comma 3, l. fall., che punisce la condotta di bancarotta preferenziale, non dà luogo a nullità per illiceità di causa, ai sensi del citato art. 1418, ma costituisce il presupposto per la revocazione degli atti lesivi della *par condicio creditorum*).

⁵¹ U. SALANITRO, *op. cit.*, 87.

soli interessi moratori, l'effetto, previsto dall'art. 1815, comma 2 c.c. (il venir meno dell'obbligazione di corrispondere ogni interesse), parrebbe scongiurato dalla possibilità di isolare, dal regolamento contrattuale, la disposizione pattizia che programmi gli interessi dovuti per il ritardo nell'adempimento; se, infatti, la nullità affetta tale pattuizione (e solo detta pattuizione), non vi è modo di postulare la caducazione dell'obbligazione avente ad oggetto gli interessi corrispettivi convenuti sotto la soglia, la quale ha titolo in altra previsione negoziale, del tutto legittima⁵².

Potrebbe certo opporsi che nel sistema della l. n. 108/1996 quel che rileva è il superamento della soglia, da parte del TEG, indipendentemente dal singolo costo, remunerazione o commissione che determini quel risultato⁵³. Tale rilievo non sembra però decisivo. È infatti da rimarcare come l'interesse moratorio non possa assimilarsi a una delle tante voci che debbano cumularsi all'interesse corrispettivo per il calcolo del TEG (ed esso, del resto, non entra nemmeno a far parte del TEGM, per quanto, come detto, possa credersi che l'intermediario sia tenuto a contenerne l'ammontare entro il tasso soglia), ma costituisce, piuttosto, l'oggetto di una prestazione, di carattere risarcitorio, dovuta in caso di inadempimento del debitore. Il detto interesse è in altri termini collegato a una mera eventualità che potrà insorgere, o potrà non insorgere, nel corso del rapporto; esso definisce solo uno degli scenari che è possibile prefigurarsi al

⁵² S. PAGLIANTINI, *op. cit.*, 60; N. RIZZO, *op. cit.*, 384 ss. In giurisprudenza, il principio è stato espresso, con riferimento al contratto di apertura di credito, da Cass., 15 settembre 2017, n. 21470 (nel senso che qualora vengano pattuiti interessi superiori al tasso soglia con riferimento all'indebitamento extra fido e interessi inferiori a tale tasso per le somme utilizzate entro i limiti del fido, la nullità della prima pattuizione non si comunica all'altra) ed è stata ripresa, di recente, da Cass., 13 settembre 2019, n. 22890, la quale argomenta anche dalla «comunque persistente diversità tra interessi corrispettivi e moratori sul piano causale, trovando soltanto i secondi la propria fonte nell'inadempimento e, pertanto, non potendo ricevere lo stesso trattamento che viene riservato dal secondo comma dell'art. 1815 c.c. agli interessi corrispettivi, ossia al tipo di interessi cui la norma fa riferimento».

⁵³ Potrebbe cioè obiettarsi che in caso di interesse moratorio usurario si debba produrre lo stesso effetto che si verifica nel caso in cui, ad esempio, la soglia sia superata non dall'interesse corrispettivo, che è stato convenuto sotto la soglia, ma dalla sommatoria tra questo e una certa commissione: effetto consistente per l'appunto, nella trasformazione del contratto di mutuo oneroso in contratto di mutuo gratuito, giusta l'art. 1815, comma 2, c.c.

momento della conclusione del contratto: uno scenario alternativo rispetto a quello determinato dal fisiologico svolgimento del rapporto, segnato dall'obbligazione di corrispondere gli interessi corrispettivi (e le ulteriori prestazioni conteggiate nel TEG)⁵⁴. Ciò spiega, del resto, come, ai fini della verifica del superamento del tasso usurario, interessi corrispettivi e interessi moratori non debbano, e non possano, essere oggetto di alcuna sommatoria. In tal senso, l'effetto programmato dall'art. 1815, comma 2, c.c. — che quella sommatoria presuppone, con riferimento al rapporto tra gli interessi corrispettivi e le altre commissioni, remunerazioni e spese — non può riguardare l'ipotesi in cui gli interessi moratori si collochino oltre la soglia⁵⁵.

In tale chiave ricostruttiva la pattuizione degli interessi moratori usurari non determina la trasformazione del contratto di prestito da oneroso a gratuito, secondo l'art. 1815, comma 2, c.c., ma produce, come conseguenza, la sola non spettanza degli interessi moratori⁵⁶. E questa soluzione pare preferibile anche su di un piano di coerenza sistematica: troverebbero infatti sostanziale uniformità di trattamento, con riguardo agli interessi moratori, i contratti di finanziamento che riguardino i consumatori, per i quali opera la nullità della clausola che preveda una prestazione risarcitoria eccessiva (nullità che non si

⁵⁴ È vero che con riferimento ai finanziamenti a utilizzo flessibile un superamento del tasso soglia che si determini per effetto della commissione di massimo scoperto (secondo il complesso criterio di calcolo indicato dalla Banca d'Italia e fatto proprio da Cass., Sez. Un., 20 giugno 2018, n. 16303) incide anche sugli interessi convenuti, per modo che, determinatosi il superamento della soglia usuraria, l'una e gli altri saranno non dovuti, a mente dell'art. 1815, comma 2, c.c.: ma ciò accade proprio perché, in questa ipotesi, interessi e cms sono unità che si sommano (essendo il cliente tenuto a corrispondere gli uni e l'altra); il che non accade nei finanziamenti a piano di ammortamento prestabilito, in cui interessi corrispettivi e interessi moratori sono (perlomeno tendenzialmente) in rapporto di reciproca esclusione.

⁵⁵ Osserva incisivamente S. PAGLIANTINI, *op. cit.*, 61, che «la costitutiva ancillarità degli interessi moratori alla patologia del rapporto contrattuale implica che il loro rilevare sub specie usura e segua una metrica applicativa non omologabile a quella contrassegnante dei costi che, fin dal momento della stipula e per tutto il periodo contrattualmente previsto, vanno per contro a comporre l'entità delle singole rate da corrispondere, quindi il debito dell'obbligato».

⁵⁶ Secondo una parte della dottrina gli interessi moratori continuerebbero peraltro ad essere dovuti nella misura di cui all'art. 1224 c.c. (si veda, in particolare, F. PIRAINO, *op. cit.*, 166).

comunica alla clausola relativa agli interessi corrispettivi, giacché a norma dell'art. 36, comma 1, cod. cons. «il contratto rimane valido per il resto») e i contratti di finanziamento che prevedano interessi moratori usurari stipulati dagli intermediari con altri soggetti.

Buoni fruttiferi postali e trasparenza

SOMMARIO: 1. La lunga marcia del risparmio postale verso la trasparenza. – 2. Trasparenza e «forma» del contratto di collocamento del buono. – 3. Il problema dei termini di rilevanza della mancata consegna del foglio informativo nell'ipotesi della scadenza del buono e successiva prescrizione del diritto al rimborso. Soluzioni rimediali prospettate (e poi rifiutate) dall'ABF: l'*exceptio (recte: la replicatio) doli* per paralizzare l'eccezione di prescrizione. – 4. Capacità di effettiva *compliance* agli obblighi di trasparenza ed efficienza dell'impresa. – 5. Mancata consegna del foglio informativo e risarcimento del danno. Notazioni applicative. – 6. La concezione «*demodée*» dell'*exceptio doli* nell'argomentare del Collegio di Coordinamento. L'art. 47 Cost. come referente normativo rilevante ai fini della definizione delle condizioni di spettanza dell'*exceptio doli*.

1. *La lunga marcia del risparmio postale verso la trasparenza*

1.1.- Il processo di trasformazione delle Poste Italiane e della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni, che ha preso corpo a cavallo del secolo, ha portato con sé un'attività normativa di ridefinizione della disciplina contrattuale applicabile alle operazioni di raccolta mediante emissione di buoni postali fruttiferi e libretti di risparmio postale (c.d. «risparmio postale»¹), che le poste hanno storicamente realizzato – a far data dal 1924² – per conto della Cassa Depositi e Prestiti; raccolta che concorre a dotare la Cassa della provvista necessaria³ allo svolgimento dell'attività di esercizio del credito legislativamente assegnatole⁴. Fino ad allora, l'attività di emissione di

¹ Art. 1, lett. h, d.p.r. 14 marzo 2001, n. 144.

² Cfr. G. FALCONE, voce «*Buoni postali fruttiferi*», in *Digesto/comm.*, II, Torino, 1987, 382.

³ Che peraltro può anche derivare da depositi non rappresentati da buoni o libretti (cfr. art. 1, co. 1, lett. a), d.lgs. 30 luglio 1999, n. 284, secondo cui Cassa Depositi e Prestiti può «ricevere direttamente depositi, con la garanzia dello Stato, da parte di amministrazioni statali, regioni, enti locali e di altri enti pubblici, nonché di privati nei casi prescritti da leggi o da regolamenti ovvero su disposizione dell'autorità amministrativa o giudiziaria»).

⁴ Cioè «concedere finanziamenti, sotto qualsiasi forma, allo Stato, alle regioni, agli enti locali, agli altri enti pubblici, ai gestori di pubblici servizi, alle società a cui la Cassa partecipa e agli altri soggetti indicati dalla legge»: art. 1, co. 1, lett. b) d.lgs.

buoni e libretti si trovava regolata nel codice postale e delle telecomunicazioni⁵.

Con particolare riferimento ai buoni postali fruttiferi, su cui il presente contributo intende concentrarsi, la disciplina di allora prevedeva – pure all'interno di un rapporto giuridico (riconosciuto dalla Corte Costituzionale⁶ come) di diritto privato – un meccanismo che attribuiva al Ministro del tesoro il potere di variazione *in pejus* dei tassi in corso di rapporto. Secondo la lettura applicativa allora affermata, e poi confermata da un recente arresto delle Sezioni Unite⁷, la variazione operava mediante una dinamica priva dei requisiti strutturali del *ius variandi* privatistico. Così, non sussisteva la necessità della specifica pattuizione e approvazione della clausola; mentre sul piano delle condizioni di efficacia, non vi era necessità di un atto recettizio di esercizio del potere (da ritenersi meramente «autorizzato» dal Decreto), dovendosi stimare sufficiente la pubblicità legale del decreto ministeriale modificativo dei tassi.

1.2. Dal punto di vista della normativa primaria, l'evocata ridefinizione dell'assetto disciplinare delle operazioni del risparmio postale, e con esso dei buoni fruttiferi, ha preso corpo, in apice, nella norma dell'art. 2, co. 2, d.lgs. 284/1999, che ha incaricato il Ministro del Tesoro di stabilire «le caratteristiche e le altre condizioni dei depositi di cui all'articolo 1, comma 1, lettera a), dei libretti di risparmio postale, dei buoni fruttiferi postali e [di] altri prodotti finanziari», come pure di emanare «le norme in materia di pubblicità, trasparenza e comunicazioni periodiche ai risparmiatori».

Quanto al primo polo della delega contenuta nel d.lgs. 284/1999

30 luglio 1999, n. 284.

⁵ D.p.r. 29 marzo 1973, n. 156.

⁶ C. Cost., 10-17 marzo 1988, n. 303, che afferma «la conformazione dei rapporti con gli utenti come rapporti contrattuali, fondamentalmente soggetti al regime del diritto privato».

⁷ Cass. Sez. Un., 11 febbraio 2019, n. 3963, in *Contratti*, 2019, 263, con commento di U. CARNEVALI, *I buoni postali fruttiferi, la riduzione unilaterale dei tassi d'interesse originariamente fissati e le Sezioni Unite*; S. COSTA, *Buoni fruttiferi postali e modifica unilaterale delle condizioni economiche*, in *Corr. Giur.*, 2019, 484.

Riguarda invece il problema, diverso, della prevalenza o meno del tasso indicato sul buono rispetto al tasso fissato con un decreto *precedente* all'emissione, Cass., Sez. Un., 15 giugno 2007, n. 13979, in *Foro It.*, 2007, I, 2691.

(caratteristiche dell'operazione), nel decreto MEF 19 dicembre 2000 viene stabilito che i buoni postali fruttiferi, «emessi dalla Cassa depositi e prestiti con la garanzia dello Stato e collocati da Poste italiane S.p.a., sono nominativi, non cedibili, salvo il trasferimento per successione per causa di morte del titolare o per cause che determinano successione a titolo universale» (art. 1), e che «l'emissione dei buoni fruttiferi postali viene effettuata per "serie" con decreti del Ministro [...] ove sono indicati il prezzo, il taglio, il tasso di interesse, la durata, l'eventuale importo massimo sottoscrivibile da un unico soggetto nella giornata lavorativa, nonché ogni altro elemento ritenuto necessario» (art. 2).

Quanto al secondo (pubblicità, trasparenza e comunicazioni periodiche), nel menzionato decreto risulta una norma relativa al rapporto negoziale diretto tra risparmiatore e collocatore (le Poste Italiane), in base alla quale «per il collocamento dei buoni fruttiferi postali rappresentati da documento cartaceo viene consegnato al sottoscrittore il titolo e il foglio informativo contenente la descrizione delle caratteristiche dell'investimento» (mentre per il collocamento di quelli *non* rappresentati da documento cartaceo è stabilito che i contratti «sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato al sottoscrittore, unitamente al foglio informativo dell'emissione») (art. 3); e una norma in punto di comunicazioni pubblicitarie: «Poste italiane S.p.a. espone nei propri locali aperti al pubblico un avviso sulle condizioni praticate, rinviando a fogli informativi, che saranno consegnati ai sottoscrittori, la descrizione dettagliata delle caratteristiche dei buoni fruttiferi postali». Per quanto attiene, invece, alle comunicazioni in corso di rapporto provenienti dall'emittente (Cassa Depositi e Prestiti), si trova prescritto che esse «sono effettuate mediante avvisi su quotidiani a diffusione nazionale di cui uno economico» (art. 6). Non facendosi riferimento alcuno a modifiche in corso di rapporto, è da stimarsi così soppresso il precedente meccanismo di variazione per decreto dei tassi.

Un successivo decreto ministeriale (d.m. MEF 6 ottobre 2004), nei fatti sostituendosi a quello del 2000, è poi intervenuto ad attribuire alla Cassa Depositi e Prestiti, in vece del Ministero, il potere di «defini[re] condizioni di emissione e le caratteristiche dei predetti prodotti» (art. 1, co. 3). Invariato invece l'impianto di fondo proprio del precedente decreto, che il nuovo viene a riproporre: così, si stabilisce che «i buoni

postali fruttiferi sono prodotti finanziari nominativi, non sono cedibili salvo il trasferimento per successione per causa di morte del titolare o per cause che determinino successione a titolo universale, e non possono essere dati in pegno» (art. 4, co. 1); che «per il collocamento dei buoni postali fruttiferi rappresentati da documento cartaceo viene consegnato al sottoscrittore il documento medesimo unitamente al regolamento del prestito», *i.e.* il foglio informativo⁸ (art. 6, co. 2). Infine, in punto di comunicazioni dell'emittente ai titolari dei buoni postali fruttiferi vengono effettuate mediante l'inserzione di appositi avvisi nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica e nel sito web della CDP S.p.a.»⁹ (co. 4).

1.3. Tanto rilevato, è subito da notare che la disciplina ora riferita si mostra priva di ogni richiamo e riferimento a quel blocco normativo che, nell'ordinamento interno, è propriamente inteso a regolare – sul piano dei rapporti tra cliente e intermediario – le operazioni di raccolta del risparmio di matrice bancaria (come identificata, cioè, dall'art. 11 t.u.b.), nell'ambito della quale rientra senz'altro, *almeno dal punto di vista sostanziale* (cfr. *infra*, n. 2.1.), la figura qui considerata¹⁰. Il riferimento corre, ovviamente, alla disciplina di trasparenza bancaria (legge 17 febbraio 1992, n. 154, poi versata nel Titolo VI t.u.b. e in quel contesto evolutasi).

L'impressione di una regolamentazione del risparmio postale

⁸ Cfr. art. 6, co. 1: «per il collocamento dei buoni postali fruttiferi Poste italiane S.p.a. mette a disposizione del cliente nei locali aperti al pubblico, fogli informativi contenenti informazioni analitiche sull'emittente, sui rischi tipici dell'operazione, sulle caratteristiche economiche dell'investimento e sulle principali clausole contrattuali (di seguito il «Foglio Informativo»).

⁹ La disposizione prosegue stabilendo che «al fine di garantire l'effettiva conoscenza delle informazioni pubblicate, queste ultime possono essere rese note anche mediante l'esposizione di appositi avvisi nei locali aperti al pubblico di Poste italiane S.p.a., nonché mediante pubblicazione su quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico, con l'indicazione degli estremi della pubblicazione della Gazzetta Ufficiale della Repubblica ovvero con l'avvertenza che l'avviso è in corso di pubblicazione».

¹⁰ La Cassa Depositi e Prestiti, che è l'emittente dei buoni postali fruttiferi, è un ente che per legge svolge un'attività di intermediazione creditizia (raccolta del risparmio in funzione degli impieghi): cfr. l'art. 1 d.lgs. 30 luglio 1999, n. 284 (per quanto essa sia sottratta all'applicazione della direttiva CRD IV: cfr. art. 2, par. 5, punto 12 della direttiva).

sostanzialmente «immunizzata» dalla normativa di trasparenza, e dalle logiche ordinanti a essa sottese, è destinata però a essere corretta non appena si consideri che, quasi in contemporanea con la rinnovata disciplina dei buoni postali introdotta dalle summenzionate norme, il legislatore si è altresì mosso nel senso della positiva definizione dei rapporti tra risparmio postale e normativa di trasparenza.

L'esito di tale intervento non è però stato quello della soggezione incondizionata dell'operazione alla normativa di trasparenza.

Diversamente, la parificazione disciplinare delle operazioni di risparmio postale alla raccolta bancaria, se a una prima impressione appare affermata dalla lettera della legge (il d.p.r. 14 marzo 2001, n. 144¹¹ in materia di servizi di bancoposta, tra le quali si annovera testualmente il risparmio postale), subito si trova circondata da condizioni, limiti e cautele, all'interno di un quadro normativo fortemente ambiguo, se non proprio contraddittorio.

E infatti, mentre è disposto che alle attività di bancoposta si applicano, ma solo «in quanto compatibili», gli articoli da «115 a 120-bis, da 121, comma 3, a 126, con esclusivo riferimento all'attività di [promozione e collocamento di finanziamenti], da 126-bis a 128-quater» del t.u.b. (art. 2, co. 3, con il comma 6 del medesimo articolo si stabilisce che «il risparmio postale è disciplinato ... dalle norme del testo unico bancario, ove applicabili»¹².

¹¹ Che attua l'art. 40, co. 4, legge 23 dicembre 1998, n. 448, il quale ha delegato a un regolamento governativo la definizione de «le modalità di applicazione ai servizi di bancoposta della normativa di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, fatti salvi i principi normativi che governano il risparmio postale nelle sue peculiari caratteristiche».

¹² Il medesimo art. 2, co. 6, d.p.r. 14 marzo 2001, n. 144 prevede altresì l'applicabilità di una serie di norme del t.u.f., ma solo «in quanto compatibili». Si tratta, per quanto qui rileva, delle norme in materia di obblighi di comportamento degli intermediari (art. 21), di contratti (art. 23), di prodotti finanziari emessi da banche (art. 25-bis), di offerta fuori sede (art. 30) di promotori (art. 31, commi 1, 3 e 7), di tutela degli investitori (da 32 a 32-ter).

L'impiego del criterio di compatibilità sembra qui giustificato dall'inapplicabilità *per sé* della disciplina t.u.f. ai buoni postali i quali, in quanto documenti rappresentativi di un rapporto di deposito irregolare/bancario, non cedibili per atto *inter vivos*, non sembrano poter costituire uno strumento finanziario (né, per quanto possa rilevare, un prodotto finanziario, poiché ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. u «non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari»). Del resto, all'assunto che il buono postale

A disorientare l'interprete interviene anche il successivo articolo 3: il quale, dopo avere stabilito (al comma 1) che «per quanto non diversamente previsto nel presente decreto, i rapporti con la clientela ed il conto corrente postale sono disciplinati in via contrattuale nel rispetto delle norme del codice civile e delle leggi speciali», sente l'esigenza (al comma 2) di precisare che «la comunicazione ai clienti delle unilaterali variazioni contrattuali sfavorevoli eventualmente apportate ai tassi di interesse, prezzi o altre condizioni previsti nei contratti a tempo indeterminato è effettuata con le modalità previste dagli articoli 118 e 126-*sexies* del testo unico bancario».

Questa norma viene così a mettere in dubbio l'opinione – suggerita dalle caratteristiche obiettive dell'operazione, che integra una forma di raccolta oggettivamente bancaria (senza che possa rilevare, a questi fini, la dichiarata natura di interesse pubblico delle attività degli impieghi) – di una *generale compatibilità* ai sensi dell'art. 2, co. 3 del d.p.r. in questione) tra disciplina di trasparenza bancaria e servizi di bancoposta, ivi incluso il risparmio postale e quindi i buoni postali fruttiferi; quindi, di una piena *applicabilità* ad essi (ai sensi del co. 6) della normativa bancaria.

Di diverso avviso, sul punto, sembrano essere le Disposizioni di Trasparenza della Banca d'Italia là dove, una volta sancita l'inclusione dei servizi di bancoposta nel proprio ambito applicativo, vi sottraggano *per intero* il risparmio postale, che di quei servizi costituisce una componente (pag. 1: «le presenti disposizioni si applicano inoltre ai servizi di bancoposta. Esse non si applicano alla raccolta del risparmio tra il pubblico effettuata da Poste Italiane S.p.A. per conto di Cassa Depositi e Prestiti, attraverso libretti di risparmio postale e buoni fruttiferi assistiti dalla garanzia dello Stato (per questi prodotti le norme in materia di trasparenza, pubblicità, contratti e

costituisca la forma rappresentativa – non qualificabile in termini di strumento finanziario – di un contratto di deposito bancario è sottesa anche all'affermazione di competenza in materia da parte dell'ABF (cfr., *inter alia*, ABF Milano, 26 ottobre 2010, n. 1166). Sul problema del trattamento disciplinare dei certificati di deposito, v. R. LENER, *La raccolta bancaria del risparmio attraverso certificati di deposito*, in *Liber amicorum Abbadessa*, Torino, 2014, 2257.

Ad ogni modo, pare che le stesse Poste non ravvisino il presupposto della compatibilità con riferimento a nessuna delle norme ora richiamate, se è vero che nella modulistica contrattuale diffusa al pubblico non compare alcun riferimento alla disciplina sui servizi di investimento.

comunicazioni periodiche sono stabilite con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 6 ottobre 2004, pubblicato in G.U. il 13 ottobre 2004)»¹³). Va tuttavia precisato che, al di là della rilevanza naturalmente «persuasiva» delle affermazioni della Vigilanza, tale indicazione non esprime alcuna misura di vincolatività per l'interprete, nella misura in cui la definizione del perimetro applicativo della trasparenza bancaria è rimesso in via diretta ed esclusiva alla legge; di tal che non possono dirsi sussistere, nella materia *de quo*, meccanismi di delega alla normativa secondaria¹⁴.

2. Trasparenza e «forma» del contratto di collocamento del buono

2.1. L'operata descrizione del labirinto normativo che connota la materia consente di evidenziare l'esistenza di un assetto disciplinare dei buoni postali fruttiferi tanto problematico quanto, ancora nell'oggi, poco approfondito. Ciò che, a ben vedere, non può non sorprendere, se si considera la dimensione quantitativa propria del risparmio postale nel mercato odierno: la cui raccolta ammonta, secondo i dati rinvenibili nei documenti di bilancio della Cassa al 31 dicembre 2018, a 258 miliardi di euro, di cui 152 miliardi riferibili ai buoni fruttiferi.

In effetti, se nel corso del turno di anni più prossimo il dibattito dottrinale e giurisprudenziale (anche al livello delle Sezioni Unite¹⁵) si è concentrato – sollecitato in tal senso dal vasto contenzioso emerso in materia – sulla questione delle variazioni *in pejus* dei tassi mediante decreti ministeriali *secondo la disciplina anteriore alla riforma del 1999*¹⁶, quando invece ci si voglia porre nella prospettiva del diritto

¹³ Tale stringa, che non era presente nelle Disposizioni del 2009, è stata inserita nell'ambito della revisione del 2015.

¹⁴ A tal riguardo, non è forse inutile sottolineare che l'ABF mantiene la competenza sui buoni postali, pure affermandoli sottratti alle (Disposizioni e quindi, implicitamente, alla) normativa di trasparenza (cfr. la nota 1 delle Disposizioni). A dimostrazione dell'insostenibilità di questa divergenza, basta però segnalare che l'ABF è un istituto della trasparenza bancaria (essendo previsto dall'art. 128-bis t.u.b., che è interno al Titolo VI), al punto che il perimetro della relativa competenza decisionale coincide il perimetro applicativo del Titolo VI.

¹⁵ Cfr. *supra*, nota 10.

¹⁶ Profilo che conferisce a quei temi una dimensione – per quanto rilevante in termini quantitativi – puramente retrospettiva (cioè priva di un impatto operativo sul mercato in essere); e come tale meramente «distributiva» di risorse tra la Cassa

oggi vigente, e dei suoi problemi, emerge la persistenza di altrettanto gravi criticità del comparto del risparmio postale: le quali si manifestano – prima ancora che sul piano operativo (sul quale cfr. un cenno *infra*, in fine del n. 4) – già al livello dello stesso impianto disciplinare, annidandosi anzitutto nella circostanza per cui la relativa regolamentazione resta ancora, per così dire, «sospesa tra due mondi».

Da un lato, vi è la vecchia impostazione intesa a segnare netta la differenza, e anzi proprio l'autonomia, dell'attività di raccolta condotta dalla Cassa Depositi e Prestiti mediante il risparmio postale (e delle Poste quale collocatore dei relativi prodotti) rispetto all'attività di raccolta bancaria privata o, per meglio dire, «normativamente» bancaria. Diversità di trattamento giuridico che parrebbe da ricondursi¹⁷, nelle intenzioni del legislatore, solamente alla natura pubblica della Cassa, e al conseguente dato legislativo che qualifica come «di interesse economico generale» tutte le attività che essa istituzionalmente svolge (art. 1, co. 1, d.lgs. 284/1999), altresì prevedendo la garanzia dello stato in relazione all'obbligazione di rimborso dei buoni¹⁸. In ultima istanza, la differenziazione monta, in sé, alla diversa *etichettatura giuridica* dell'ente (come non bancario¹⁹).

Dall'altro, comincia a farsi strada la progressiva – ma, come si vede, ancora incompiuta e assai faticosamente condotta – presa d'atto che la creazione di una «franchigia» normativa per il risparmio postale (come attività del più ampio servizio di bancoposta) stride fortemente con un sistema che persegue la tutela del risparmio mediante la creazione di un sistema di *mercato concorrenziale improntato alla trasparenza* (artt. 5 e 127 t.u.b.). Ciò che postula, definitivamente, la parità di trattamento tra gli attori che accedono al mercato offrendo prodotti connotati dalla medesima struttura negoziale e funzione economica.

In effetti, oltre al richiamo applicativo alla normativa di trasparenza

Depositi e Prestiti e i cittadini.

¹⁷ Cfr. *supra*, nota 9, dove la norma citata parla di «fa[re] salvi i principi normativi che governano il risparmio postale nelle sue peculiari caratteristiche».

¹⁸ Art. 2, co. 1, lett. b), d.lgs. 30 luglio 1999, n. 284.

¹⁹ Cfr. *supra*, nota 7. Sul tema della natura sostanzialmente bancaria dell'attività della Cassa Depositi e Prestiti, cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, in *Merc. conc. reg.*, 2004, 355.

che è contenuto nella disciplina di riordino dei servizi di bancoposta (art. 2 d.p.r. 14 marzo 2001, n. 144; cfr. *supra*, n. 1), in punto di ragionevolezza complessiva dell'assetto normativo sembra corretto assumere che all'identità di «bisogno finanziario» soddisfatto, e cioè all'identità del prodotto *dal lato della domanda di mercato*, debba corrispondere una medesima risposta normativa di tutela. Pertanto, alla luce di questo dato di base, ogni arretramento nella tutela normativamente riconosciuta alla clientela bancaria, motivato in base all'esistenza di «peculiari caratteristiche» del risparmio postale (di cui discorre la norma primaria di delega al riordino della disciplina dei servizi di bancoposta), dovrebbe essere assai lungamente meditato²⁰.

2.2. Tra le – potenzialmente molto vaste – questioni applicative coinvolte della scelta politico-normativa in ordine al trattamento giuridico dei rapporti contrattuali d'impresa del «risparmio postale», si viene a collocare il tema della trasparenza in sede di conclusione del contratto di collocamento del buono.

In questo caso, l'individuazione della disciplina applicabile trova un momento di complessità nella circostanza – già evocata *supra*, n. 1 – che la normativa speciale in materia di buoni postali fissa una disciplina della conclusione del contratto di collocamento che si mostra derogatoria rispetto alla norma – cardine della disciplina di trasparenza²¹ – dell'art. 117 t.u.b., che notoriamente prevede requisiti

²⁰ Se ciò è corretto, allora non si può davvero comprendere la ragione per la quale, all'interno del quadro normativo sopra descritto, la Banca d'Italia predichi (seppure dall'angolo prospettico delle Disposizioni di trasparenza) la totale esclusione del risparmio postale dall'applicazione della normativa di trasparenza (cfr. *supra*, n. 1).

In effetti, una simile lettura non è certamente imposta, ma in realtà nemmeno autorizzata, dai dati normativi rilevanti in materia. Se l'esistenza del decreto MEF 6 ottobre 2004 non è sufficiente a negare la concorrente applicazione della normativa di trasparenza (posto, se non altro, che in esso non si afferma, ma nemmeno si esclude, l'applicazione della normativa di trasparenza), il d.p.r. 14 marzo 2001, n. 144 consente invece – seppure tra le già evidenziate difficoltà (*supra*, n. 1) – di fondare dal punto di vista positivo l'applicazione del Titolo VI t.u.b., seppure all'interno dei limiti di *compatibilità* e *applicabilità* ivi posti: per applicare i quali, non può non attribuirsi rilievo al dato – già evidenziato (*supra*, in fine del n. 1) – che si tratta di una forma di raccolta a vista del risparmio presso il pubblico strumentale a dotare l'ente della provvista necessaria a un'attività creditizia.

²¹ Su cui v. A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 77 ss.

di forma (co. 1 – 3) e di forma-contenuto (co. 4) dei contratti.

Più precisamente, in materia di collocamento dei buoni postali il contenuto precettivo dell'art. 117 è sostituito da una sequenza materiale costituita da: (a) consegna del titolo, *il quale però non reca le caratteristiche economiche dell'operazione* (in particolare, non vi sono indicati la durata, il tasso d'interesse, la disciplina del rimborso anticipato; e (b) consegna del «foglio informativo», che invece contiene «il regolamento del prestito»²² e costituisce pertanto l'*unico documento* da consegnarsi al cliente, che dà conto del contenuto del rapporto contrattuale.

Tanto posto, sembra allora corretto definire il rapporto tra l'art. 117 t.u.b. e l'art. 6, co. 2 del d.m. 6 ottobre 2004 nei termini dell'equivalenza o, per meglio dire, della *fungibilità* dei coelementi della fattispecie legale rispetto all'obiettivo della trasparenza in funzione di tutela dell'investitore: se da un lato si prevede la redazione per iscritto di un contratto indicativo di ogni condizione praticata, un esemplare del quale va consegnato al cliente, dall'altro si prevede l'obbligo di consegna di un duplice – ma concettualmente unitario – documento, dal quale comunque devono emergere tutte le condizioni del prodotto.

Come si nota, la differenza tra le due strutture attiene alle forme di manifestazione del consenso e correlativa regola di appropriazione dell'atto con imputazione del relativo contenuto; *non, invece al momento «informativo-documentale», i.e. al momento del contenuto richiesto al documento* (qui, il foglio informativo che deve recare tutte le condizioni praticate), come pure degli adempimenti in funzione di trasparenza (consegna del foglio informativo unitamente al buono).

Nei fatti, la disciplina del collocamento del buono postale elide la rilevanza della sottoscrizione ai fini della formazione dell'accordo e riferibilità del documento, in favore di una condotta materiale (il presentarsi allo sportello postale, per lì domandare e ottenere un buono), che il legislatore viene a ritenere egualmente significativa sul piano della volontà e dell'imputazione. Resta però invariato, rispetto all'art. 117 t.u.b., il profilo del «formalismo» strettamente strumentale al perseguimento della funzione di trasparenza (contenuto e obbligo di

²² Art. 6, co. 3, d.p.r. 6 ottobre 2004.

consegna del documento)²³.

²³ Sul piano analitico della fattispecie, a una simile dissociazione – interna al requisito formale – tra il momento della manifestazione del consenso e quello della informazione-documentazione si richiama anche la decisione delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, 16 gennaio 2018, n. 898, in *Contratti*, 2018, 133, con commenti di G. D'AMICO, *La «forma» del contratto-quadro ex art. 23 TUF non è prescritta ad substantiam actus*, di S. PAGLIANTINI, *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, e di R. AMAGLIANI, *Nota breve a margine di Sezioni Unite 16 gennaio 2018, n. 898*.

Poste di fronte all'interrogativo circa la conformità o meno al precetto dell'art. 23 t.u.f. (come pure dell'art. 117 t.u.b.: cfr. Cass., 21 giugno 2018, n. 16406) del contratto non recante la sottoscrizione dell'intermediario, le Sezioni Unite sono venute ad affermare che «il vincolo di forma imposto dal legislatore (tra l'altro composito, in quanto vi rientra, per specifico disposto normativa, anche la consegna del documento contrattuale), nell'ambito di quel che è stato definito come neoformalismo o formalismo negoziale, va inteso infatti secondo quella che è la funzione propria della norma e non automaticamente richiamando la disciplina generale sulla nullità». Nel caso di specie, il richiamato requisito formale – con la conseguente sanzione di nullità – trova fondamento nella volontà del legislatore di «assicurare la piena indicazione al cliente degli specifici servizi forniti, della durata e delle modalità di rinnovo del contratto e di modifica dello stesso, delle modalità proprie con cui si svolgeranno le singole operazioni, della periodicità, contenuti e documentazione da fornire in sede di rendicontazione, ed altro come specificamente indicato, considerandosi che è l'investitore che abbisogna di conoscere e di potere all'occorrenza verificare nel corso del rapporto il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto, che è proprio dello specifico settore del mercato finanziario». A sua volta, dalla ricostruzione della *ratio* della prescrizione nei termini che precedono discende che «è difficilmente sostenibile che la sottoscrizione da parte del delegato della banca, volta che risulti provato l'accordo (avuto riguardo alla sottoscrizione dell'investitore, e, da parte della banca, alla consegna del documento negoziale, alla raccolta della firma del cliente ed all'esecuzione del contratto) e che vi sia stata la consegna della scrittura all'investitore, necessari ai fini della validità del contratto-quadro. Ed infatti, atteso che, come osservato da attenta dottrina, il requisito della forma *ex art. 1325 n. 4 cod. civ.* va inteso nella specie non in senso strutturale, ma funzionale, avuto riguardo alla finalità propria della normativa, ne consegue che il contratto-quadro deve essere redatto per iscritto, che per il suo perfezionamento deve essere sottoscritto dall'investitore, e che a questi deve essere consegnato un esemplare del contratto, potendo risultare il consenso della banca a mezzo dei comportamenti concludenti sopra esemplificativamente indicati».

Come si nota, un simile paradigma argomentativo distingue nettamente la forma manifestativa della volontà negoziale (forma *ad substantiam* in senso proprio), dalla «forma» protettiva a connotato documentale-informativo (forma-modulo): ma allora,

L'operato parallelismo tra le fattispecie normative in questione permette allora di evidenziare che, in realtà, la «sostituzione» dell'art. 117 t.u.b., operata dalla *lex specialis* dei buoni postali fruttiferi, è solo parziale, nella misura in cui la norma del decreto ministeriale ferma il precetto (: consegna del buono e del foglio informativo in vece di sottoscrizione e consegna del contratto e indicazione di tutte le condizioni praticate), ma non si esprime sulle conseguenze derivanti dalla relativa violazione.

Col che, nell'ottica di una lettura della disciplina del risparmio postale «coerentizzante» rispetto alla normativa di trasparenza bancaria (secondo una necessità già suggerita, sul piano sistematico generale, dagli artt. 3 e 47 Cost.), sembra giusto assumere che la disciplina mancante vada ricostruita poggiandosi sul richiamo applicativo alla normativa di trasparenza bancaria di cui al t.u.b., contenuto nell'art. 2, co. 3 e 6, d.p.r. 14 marzo 2001, n. 144 (cfr. *supra*, n. 1).

Da una simile integrazione conseguirebbero, nel caso di specie, delle conseguenze disciplinari di non poco momento. In particolare, ne deriverebbe l'applicazione del co. 3 dell'art. 117 t.u.b., il quale – secondo una lettura già suggerita in dottrina²⁴ e ora pure accolta dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione n. 898/2018²⁵ – attrae la

se l'art. 117 t.u.b. detta – *anche o solo*, a seconda della funzione che si riferisca alla sottoscrizione del cliente (se di presa d'atto della ricezione o di *vestmentum* della volontà: sul punto, cfr. D'AMICO, *op. cit.*, 142) – una regola di forma-modulo la cui violazione (*sub specie* della mancata consegna del documento recante le condizioni contrattuali) è autonoma causa di invalidità del contratto, non sussistono ostacoli alla suggerita integrazione tra disciplina dei buoni e trasparenza, la nullità riconducendosi alla violazione del requisito di una «forma-modulo» che non contempla sottoscrizioni.

²⁴ U. MAJELLO, sub Art. 117, in *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Belli, Bologna-Roma, 2003, 1932 ss.; A.A. DOLMETTA, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 84 s.

²⁵ Rileva AN. DALMARTELLO, *La forma dei contratti di investimento nel canone delle Sezioni Unite: oltre il contratto “monofirma”*, in *Nuova giur. comm.*, 2018, I, 666 che, seppure «ribadita in più occasioni nel corso della motivazione della sentenza», l'affermazione dell'attrazione della consegna al requisito formale integra «un evidente *obiter dictum*», se è vero che «la questione non era oggetto del giudizio di cassazione, non era stata nemmeno rilevata nell'ordinanza n. 10447 e che, a quanto consta, non era stata nemmeno trattata nella decisione impugnata, né

consegna del documento (lì, il modulo sottoscritto dal cliente) alla «forma prescritta», la cui «inosservanza» attiva il rimedio invalidante della nullità (tanto più che nel caso dei buoni postali il momento della sottoscrizione è espunto dalla fattispecie formativa); come pure l'inderogabilità *in pejus* del precetto e, soprattutto, la natura «protettiva» della nullità conseguente alla relativa violazione (art. 127 t.u.b.).

3. Il problema dei termini di rilevanza della mancata consegna del foglio informativo nell'ipotesi della scadenza del buono e successiva prescrizione del diritto al rimborso. Soluzioni rimediali prospettate (e poi rifiutate) dall'ABF: l'exceptio (recte: la replicatio) doli per paralizzare l'eccezione di prescrizione

3.1. La vischiosità del dato normativo, in una con l'esigenza di evitare imbarazzanti collisioni con la posizione assunta dalla Banca d'Italia in merito all'inapplicabilità della normativa di trasparenza al risparmio postale (cfr. *supra*, n. 1), è probabilmente alla base dell'originale soluzione con cui il Collegio di Milano dell'Arbitro bancario finanziario – senza nemmeno scandagliare i termini del rapporto tra disciplina dei buoni e trasparenza bancaria del Titolo VI del t.u.b., (in specie, gli artt. 117 e 127 t.u.b.: cfr. appena *supra*, n. 2, in chiusura)²⁶ – ha tentato di gestire, sul piano del trattamento

sollevata dalle parti».

Sulla questione non è ancora tornata la Corte di Cassazione. Peraltro, pare di poter dire che la funzione precipuamente informativa del cliente, propria del precetto di cui agli artt. 23 t.u.f. e 117 t.u.b. (cfr. lo stralcio dell'arresto delle Sezioni Unite, trascritto nella nota che precede), funzione dalla quale si argomenta l'irrelevanza della mancata sottoscrizione dell'intermediario, è realizzata dalla consegna dell'esemplare, più che dalla sottoscrizione del cliente (cfr. infatti ora, con riferimento alla trasparenza in fase precontrattuale, l'art. 120-*novies* t.u.b.): sicché, una volta espunta la *traditio* dal requisito formale, dovrebbe pure cadere la giustificazione della riduzione teleologica della norma operata dalle Sezioni Unite con riferimento alla superfluità della sottoscrizione dell'intermediario.

²⁶ La prospettata nullità (totale di protezione) dell'operazione di investimento, quale conseguenza della mancata consegna del foglio informativo, non è però soluzione scevra di criticità.

I problemi sorgono, com'è evidente, dal fatto che, accertata l'invalidità, il regime dell'indebito verrebbe, almeno a una prima considerazione (e salvo quanto si viene ad accennare appena *infra*), a seguire in automatico, con i corollari della non

debenza degli interessi convenzionali maturati, come pure – se non, forse, soprattutto – della decorrenza della prescrizione del diritto alla ripetizione *ex art. 2033 c.c.* dalla data dell'*acceptio*.

Col che, la posizione dell'investitore – se non si aggrava, stante la natura protettiva del rimedio che ne impedisce un attivarsi sfavorevole – non si trova certo migliorata. In effetti, nella fattispecie-tipo considerata dal Collegio di Coordinamento, quando l'investitore viene a conoscenza della prescrizione del diritto alla restituzione del rimborso, l'avvalersi della nullità è già inutile, dal momento che per definizione il termine prescrizione dell'indebito è decorso prima di quello relativo all'obbligazione restitutoria *ex contractu*.

Tale circostanza non costituisce altro che un esempio ulteriore, per quanto specularmente invertito rispetto alle ipotesi più consuete nell'ambito delle operazioni bancarie (e cioè il caso contratti di finanziamento amorfi), delle difficoltà applicative che comporta il ricorso a una struttura di nullità *totale* di protezione priva di regimi sostitutivi di legge: cioè, di una struttura rimediale puramente ablatoria, e non *positivamente* conformatrice. E viene così a evidenziare l'intrinseca inadeguatezza o, per meglio dire, la non compiutezza *in sé* – rispetto al fine di tutela – della norma dell'art. 117 (co. 1 e 3) t.u.b., dove il rischio di conseguenze rimediali *contra rationem* è assai elevato: tanto dal lato delle operazioni di credito, quanto pure, come la tematica qui trattata evidenzia, dal lato delle operazioni di raccolta (e infatti, cfr. il regime sostitutivo legale conseguente previsto dall'art. 125-bis, co. 9, t.u.b. per l'ipotesi di contratto di credito ai consumatori amorfo, su cui v. S. PAGLIANTINI e M. MAUGERI, *Violazione delle prescrizioni in materia di forma e restituzioni: un regime binario all'interno del t.u.b.*, in *Il credito ai consumatori. I rimedi nella ricostruzione degli organi giudicanti*, Milano, 2013, 83; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, cit., 308 ss.).

Senonché, è proprio argomentando dalla natura «di protezione» *ex art. 127 t.u.b.* della nullità che si può ritrovare una via d'uscita da questa *impasse*.

A tal fine, occorre anzitutto richiamarsi al dato inteso a rilevare che, nel sistema privatistico delle restituzioni, la *condictio indebiti* conseguente alla dichiarazione dell'invalidità del contratto «non costituisce soltanto uno strumento funzionale a cancellare ogni traccia dell'operazione negoziale» ma, al contrario, costituisce altresì una forma di tutela «secondaria» (rispetto alla tutela, in questo senso «primaria», costituita dalla nullità), tutela «caratterizzata da un forte nesso funzionale con le vicende del contratto»: sicché, «proprio a causa di tale collegamento funzionale, la tutela restitutoria non può contraddire, in nome dell'astratto fine della *restitutio in integrum*, il fondamento della tutela «primaria»» (E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, Milano, 2010, 267).

Su questa notazione fondamentale, si innesta poi il rilievo – già perspicuamente proposto – che concilia il presupposto dell'esistenza di un necessario legame tra tutela primaria e secondaria prospettando la «nullità di protezione come un microsistema normativo contraddistinto dal *quid pluris* di irradiare sempre una logica restitutoria ad *effetto sfavorevole* per il professionista», e cioè una nullità di protezione «quale forma manifestativa che irraggia il *massimo*, nel senso di più utile,

effetto restitutorio per la parte protetta in sostituzione del regime ordinario» (S. PAGLIANTINI e M. MAUGERI, *op. cit.*, 95; ma cfr. anche S. PAGLIANTINI, *La nullità di protezione come una nullità selettiva?*, in *Foro It.*, 2019, I, 975 ss.), con l'esito possibile di «un regime restitutorio anch'esso unilateralmente orientato» (ancora S. PAGLIANTINI, *Post-vessatorietà ed integrazione del contratto nel decalogo della CGUE*, in *Nuova giur. comm.*, 2019, II, 563).

Tanto rilevato, resta solo da domandarsi se nel caso qui in esame una soluzione egualmente efficiente si possa forse guadagnare – prima che sul piano di una *condictio* conformata sui connotati normativi del vizio invalidante – già sul piano dello statuto della nullità (per usare il lessico sopra riferito, dello strumento di tutela «primaria»), nel cui ambito ricade il fenomeno della conversione del contratto, come vicenda di recupero di effetti propriamente negoziali del contratto nullo.

Una simile prospettiva – che non consta essere coltivata nel contesto dottrinale corrente, essendo anzi da taluno radicalmente negata: nei termini di una incompatibilità assoluta tra istituto della conversione e nullità totale di protezione, v. infatti G. GIAIMO, sub *art. 1424 c.c.*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2012, 30 – attrarrebbe anche l'istituto della conversione, per usare le parole di Vincenzo Scalisi, alla «strategia *conformativa* del regolamento contrattuale» tipica delle nullità protettive, conseguente all'intrinseca preordinazione delle medesime «al rimodellamento del regolamento contrattuale secondo canoni valutativi idonei a garantire la più efficace ad appropriata realizzazione dell'assetto di interessi volta a volta perseguito e quindi, in ultima istanza, nella loro preordinazione alla costruzione di corrispondenti regolamenti che in ragione del mezzo tecnico utilizzato e della finalità protettiva possono denominarsi *regolamenti di protezione*» (V. SCALISI, *Contratto e regolamento nel piano d'azione delle nullità di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, 469 s.). Con l'effetto di una concezione del rimedio *globalmente* innervata dal canone dell'«operatività a vantaggio» (dalle condizioni di attivazione, alle modalità operative, alle dinamiche della conversione, fino anche all'azione di indebito); e piena aderenza della struttura alla funzione.

Non è certo questa la sede adatta anche solo a impostare un ragionamento di base intorno a cosa implichi, sul piano della lettura applicativa delle condizioni normative di conversione del contratto previste dall'art. 1424 c.c., l'ipotizzata torsione dell'istituto alla logica protettivo-conformativa immanente alla nullità di protezione. Al riguardo, si può qui solo rilevare che, se il riscontro di una «identità di scopo» o, per meglio dire, di una tendenziale rispondenza del contratto risultante dalla conversione al programma negoziale originario [cfr. A. GENTILI, *Le invalidità*, in *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 1998, II, 1566] viene a operare come limite esterno inteso a scongiurare soluzioni «sorprendenti» dell'impresa predisponente, la concreta identificazione del regolamento contrattuale sostitutivo richiede di essere ispirata, caso per caso, all'obiettivo di individuare una risposta che possa dirsi coerente all'interesse sotteso alla norma invalidante (nel caso di specie, la piena formazione del consenso del contraente protetto sul contenuto del contratto e la sua messa a disposizione dello stesso contraente su un supporto durevole), in relazione alle modalità con cui la sua lesione si è realizzata nella concreta fattispecie

normativo, una questione emersa in un certo numero di casi concreti, tutti verificatisi secondo uno schema ricorrente, qui appresso sunteggiato.

Al risparmiatore, presentatosi allo sportello a richiedere il rimborso del buono, viene opposta l'intervenuta prescrizione dello stesso, in quanto scaduto da oltre dieci anni.

Senonché, dal momento che, come si è già detto, i buoni non recano indicazione delle condizioni del prestito (che sono invece contenute nel foglio informativo), l'investitore ha gioco facile nell'affermare di non avere mai ricevuto il foglio informativo contenente le condizioni dell'investimento relative alla serie di appartenenza del buono, definite nel decreto ministeriale di istituzione della serie. E così imputare all'inadempimento delle Poste la propria

in esame (decorso della prescrizione in ragione dell'ignoranza circa il termine del buono); a tale linea informante dovrebbero allora adeguarsi i restanti parametri, che la norma codicistica propone, della ignoranza della causa di nullità e della volontà ipotetica dei contraenti.

Sulla base del ragionamento qui abbozzato, si potrebbe allora forse suggerire – come mera ipotesi di lavoro – la conversione del contratto nullo in un deposito bancario (a vista ai sensi dell'art. 1834 c.c.) ovvero anche, volendo tenere fede alla natura formalmente non bancaria della Cassa Depositi e Prestiti, in un contratto di deposito irregolare (in cui verrebbe in rilievo la norma dell'art. 1782 c.c., che opera un rinvio alla disciplina del mutuo, e in particolare, per quanto qui rileva, all'art. 1817, co. 1, c.c., alla stregua del quale «se non è fissato un termine per la restituzione, questo è stabilito dal giudice, avuto riguardo alle circostanze»). Mentre non deve sorprendere l'idea di un contratto amorfo che si converte in un contratto del medesimo tipo, una volta che si ponga mente alle differenze tra la forma *ad substantiam* codicistica, legata ad un particolare atteggiarsi dell'oggetto o della causa del contratto, e il nuovo formalismo, che muove da esigenze di tutela in sé diverse e irrelate ai profili dell'oggetto e della causa (cfr. L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto*, Milano, 2008, 27 ss.), se non nella peculiare ottica della protezione del cliente di un dato *mercato*, come definito dall'oggetto delle prestazioni che, oggettivamente e per così dire «merceologicamente», sono rese alla clientela dalle imprese attive sul mercato stesso, attraverso i relativi contratti d'impresa.

Infine, in merito al tasso degli interessi da applicarsi al contratto convertito, la via più diretta indica la soluzione nel tasso legale *ex art.* 1284 c.c. Resta però da domandarsi se, forse, non esprima un maggior coefficiente di ragionevolezza – alla luce del fatto che la nullità è ingenerata da una violazione di natura formale-informativa – l'ipotesi di ricorrere al regime sostitutivo dell'art. 117, co. 7, t.u.b., se non anche, ove più favorevole, al tasso originariamente (quanto invalidamente) pattuito.

(asseritamente) incolpevole²⁷ ignoranza in ordine alla decorrenza del termine di scadenza e, conseguentemente, la tardiva richiesta di rimborso.

Da parte sua, l'ente Poste non è in grado di provare la consegna del documento informativo: in particolare, non risulta in essere una prassi che preveda, in sede di collocamento, di raccogliere dall'investitore l'attestazione della ricezione del documento.

Posta una simile fattispecie-tipo, il Collegio di Milano, muovendo dall'assunto per cui «finché si permanga in una prospettiva di *ius strictum*» non vi è altra soluzione se non quella di arrendersi all'estinzione dell'obbligazione, ha dunque paventato l'ammissibilità di una «paralisi» dell'eccezione di prescrizione, sulla base dell'«applicabilità ai casi come quello di specie dell'istituto di diritto sostanziale denominato *exceptio doli generalis*, idoneo a neutralizzare gli effetti dell'esercizio di una pretesa o di un potere formalmente fondati allorché, il darvi corso si rivelasse, alla luce delle circostanze concrete, contrario a buona fede (oggettiva)».

In particolare, secondo la prospettazione del Collegio territoriale «la violazione da parte dell'intermediario dell'obbligo legale di consegnare il Foglio Informativo consentirebbe al medesimo di trarre vantaggio da un proprio pregresso inadempimento approfittando del deficit di conoscenza (la durata dei titoli) cagionato all'investitore, cui è stata tolta la possibilità di usufruire di una compiuta e immediatamente accessibile rappresentazione dei termini della operazione».

3.2. La posizione del Collegio di Coordinamento (decisione n. 17814 del 18 luglio 2019) si mostra secca nella propria chiusura alla riferita prospettiva di tutela. Se l'*exceptio doli* – nella presentazione che l'Arbitro fa dell'istituto – «indica il *dolo attuale*, commesso al momento in cui viene intentata l'azione nel processo» (corsivo aggiunto), costituendo un rimedio «diretto a precludere l'esercizio fraudolento o sleale dei diritti di volta in volta attribuiti dall'ordinamento, paralizzando l'efficacia dell'atto che ne costituisce la fonte o giustificando il rigetto della domanda giudiziale fondata sul

²⁷ Tanto più che il buono prescritto era (almeno nel caso sottoposto all'attenzione del Collegio) di durata sensibilmente inferiore a quella propria dei buoni ordinari (che dal 2000 è ventennale).

medesimo, ogni qualvolta l'attore abbia sottaciuto situazioni sopravvenute al contratto e aventi forza modificativa o estintiva del diritto, ovvero abbia avanzato richieste di pagamento "*prima facie*" abusive o fraudolente, o ancora abbia contravvenuto al divieto di "*venire contra factum proprium*"», non vi è spazio, nel caso di specie, per la relativa esperibilità.

In particolare, osta a una simile conclusione, secondo quanto ivi si afferma, la circostanza per cui non risulta «che nel momento in cui l'intermediario ha negato il diritto del ricorrente ad ottenere il rimborso dei buoni facendo valere la prescrizione abbia agito dolosamente». E anzi, procede la decisione, «è agevole supporre che non si sia neppure posto il problema della omessa consegna del Foglio Informativo all'epoca della sottoscrizione», tanto più che «non viene in rilievo alcun elemento utile a ritenere che la omessa consegna del Foglio Informativo al sottoscrittore possa essere ascritta a dolo piuttosto che a mera negligenza dei dipendenti dell'intermediario, né che sia stato tenuto dai medesimi un qualsiasi comportamento fraudolento».

Superato questo snodo, il ragionamento si chiude spostando il proprio *focus* sulla considerazione della condotta dell'investitore, da cui il Collegio trae una conferma – se si vuole, di ordine esterno – del fatto che il titolare del buono non merita di sfuggire alla tagliola della prescrizione. In questa prospettiva viene in rilievo un duplice livello di notazioni: da un lato, si osserva che «occorrerebbero elementi fattuali utili a dimostrare che effettivamente la protratta inattività del medesimo è dipesa dalla mancata consegna del Foglio Informativo»; dall'altro, si rileva che «non può andare esente da critiche il comportamento della stessa parte ricorrente»: e infatti, «per quante censure possano essere mosse all'intermediario, è indubbio che, nel momento dell'acquisto dei buoni, il buon investitore avrebbe dovuto necessariamente informarsi di un elemento fondamentale quale la durata dell'investimento. Le stesse sue argomentazioni dimostrano, invece, che egli non si è informato né all'epoca, né successivamente».

In definitiva, la violazione dell'obbligo di consegna del foglio informativo non impedisce all'intermediario di avvalersi della prescrizione verificatasi.

Chiusa una via, l'ABF sembra però subito aprirne un'altra, là dove afferma che «resta salva la possibilità, in presenza di idonea domanda

e ricorrendone le necessarie condizioni, di stigmatizzare l'omissione dell'intermediario sotto il profilo della responsabilità precontrattuale e/o dell'inadempimento, valorizzando la mancanza di trasparenza e l'inottemperanza al dovere di informazione».

Ma l'apertura si dimostra subito assai angusta: ch  la violazione dell'intermediario richiede comunque di essere posta «a confronto con l'indubbia negligenza dell'investitore» (il cui comportamento, come gi  rilevato il Collegio in un precedente passaggio, «non va esente da critiche»), in applicazione – tale sembra il richiamo implicito – dell'art. 1227 c.c. (tanto in relazione al co. 1 che al co. 2: cfr. anche il passaggio svolto *infra*, n. 5); e pure verificata attentamente sotto il profilo del nesso di causalit  tra omissione della consegna del foglio informativo e decorso della prescrizione (cfr. il passaggio gi  trascritto, dove si afferma che «occorrerebbero elementi fattuali utili a dimostrare che effettivamente la protratta inattivit  del medesimo   dipesa dalla mancata consegna del Foglio Informativo»).

4. *Capacit  di effettiva compliance agli obblighi di trasparenza ed efficienza dell'impresa*

La decisione i cui contenuti sono stati ora riferiti esprime pi  e distinti profili di interesse: non solo quello – centrale nell'economia del provvedimento – della configurazione dell'*exceptio doli* che emerge dal procedere argomentativo del Collegio (*infra*, n. 6); ma pure quello della rilevanza strutturale della consegna del foglio informativo, rispetto al quale la decisione si volge in via diretta (quanto non affatto problematizzata) verso l'idea di un obbligo di fonte legale estraneo alla fattispecie, e in questo senso successivo alla sua – valida ovvero invalida – formazione.

Prima di affrontare tali questioni, pare tuttavia opportuno segnalare come l'intero ragionamento del Collegio assuma come certo, o comunque incontroverso e non discusso, l'inadempimento dell'obbligo di consegna del foglio informativo.

In relazione alla concreta genesi della vicenda da cui origina la rimessione, non   chiaro se ci  costituisca applicazione della regola di non contestazione o del ritenuto riparto degli *onera probandi*. Peraltro, al di l  della dinamica di svolgimento del caso specifico,   evidente che il tema probatorio – per quanto si mostri in s  neutro

rispetto alla struttura rimediale ritenuta applicabile – non può essere ignorato, nel contesto di una riflessione intorno allo strumento di tutela adeguato a presidio dell'inadempimento, da parte delle Poste, dell'obbligo di consegna del foglio informativo.

In questa prospettiva, va allora segnalata l'impressione che la definizione della regola di prova in ordine all'adempimento dell'obbligo di consegna del foglio informativo si trovi per sua natura a oscillare tra due soluzioni, comunque eccessive in un senso ovvero nell'altro, e come tali in egual misura insoddisfacenti: tra una violazione informativa impossibile da provare, e una violazione stabilmente presunta.

Tuttavia, arrestarsi a questo livello di comprensione del problema significherebbe ignorare il contesto normativo di riferimento dell'obbligo, che è, all'evidenza, quello della *regola di (condotta dell') impresa*. Alla luce di ciò, non si possono nutrire dubbi circa il fatto della piena correttezza e ragionevolezza della soluzione che assuma la sufficienza dell'allegazione del cliente, onerando l'intermediario della prova della consegna.

L'esito ora indicato è richiesto non tanto dall'applicazione delle regole in materia di prova dei fatti giuridici (che, comunque, dovrebbero ragionevolmente condurre al medesimo risultato), quanto piuttosto dal rilievo che la regola di condotta dell'impresa porta con sé un dovere organizzativo strumentale *ad assicurare e poter verificare*, sul piano dell'intera attività d'impresa svolta (di tutti e ciascuno i rapporti d'impresa), l'effettività dell'adempimento. Dovere, questo, che – prima ancora di essere rivolto all'esterno dell'impresa – interessa l'impresa nel suo interno, quale istituzione improntata alla regola dell'oggettivazione dell'attività condotta.

In effetti, se si guarda al problema dall'angolo visuale della funzione di *compliance* delle Poste, questa dovrebbe essere messa in allarme dal mero fatto che un numero non insignificante di investitori abbia lasciato prescrivere il diritto alla restituzione del proprio investimento: ciò che, prima di ogni altra considerazione, costituisce in sé l'indice di un rischio, legale o anche solo reputazionale, potenzialmente incidente in termini avversi sull'impresa.

Di fronte a una simile dinamica, ci si dovrebbe in particolare domandare se l'intermediario in questione disponga di strumenti adeguati – in linea con il principio della sana e prudente gestione *ex*

art. 5 t.u.b. – di verifica della conformità alla normativa, sotto l’aspetto in questione, del concreto *agere* dell’impresa.

La risposta negativa sarebbe certamente non tranquillante, perché segnalerebbe – dall’angolo visuale dell’esistenza di un adeguato grado di *professionalità* dell’impresa – che l’intermediario non è in grado di verificare il grado di efficienza della propria organizzazione in punto di capacità di adempimento all’obbligo di trasparenza in questione.

Tanto più l’ipotetica incapacità delle Poste di conseguire un elevato grado di *compliance* con la normativa dovrebbe preoccupare, se si considera che la stessa scelta, contenuta nei decreti MEF del 2000 e del 2004, di prevedere dei buoni postali cartacei «in bianco» (*i.e.* non contenenti le condizioni del prestito), da abbinare ai fogli informativi rilevanti al momento del collocamento, costituisce – ragionevolmente – il tentativo delle Poste di mettersi al riparo dagli effetti sfavorevoli di un evento che, all’evidenza, accadeva con frequenza non irrilevante (al punto da avere sollecitato un intervento *ad hoc* delle Sezioni Unite, avvenuto nel 2007²⁸): e cioè, la consegna di buoni con l’indicazione di condizioni economiche diverse da quelle proprie della serie di effettiva emissione²⁹. Come dire che l’ente fatica a rispettare una norma la quale non solo è già di favore rispetto ai *competitors* bancari, ma che è pure originata dalla volontà normativa di alleggerire ulteriormente la posizione delle poste rispetto al precedente regime, che già le Poste faticavano, e non poco, a rispettare.

5. Mancata consegna del foglio informativo e risarcimento del danno. *Notazioni applicative*

5.1. Sulla base di queste notazioni si può allora accostare il profilo, che è sfiorato in chiusura del provvedimento del Collegio di

²⁸ Cass., Sez. Un., 15 giugno 2007, n. 13979, in *Rep. Foro It.*, 2007, Posta [5080], n. 10.

²⁹ Tale dinamica consegue, secondo quanto sembra emergere dalla decisione delle Sezioni Unite menzionata alla nota che precede, al fatto che l’art. 10, co. 2 del d.m. 13 giugno 1984, istitutivo della serie AC, consentiva agli uffici di utilizzare i moduli prestampati della precedente serie AB, stabilendo al contempo che «su questi ultimi verranno apposti, a cura degli uffici postali, due timbri: uno, sulla parte anteriore, con la dicitura “Serie AC/AB”; l’altro sulla parte posteriore recante la misura dei nuovi tassi ed i nuovi termini di scadenza».

Coordinamento, della paventata rilevanza della consegna del foglio informativo in termini di un obbligo *in executivis* di fonte legale.

Per rilevare, prima di tutto, che un simile inquadramento sembra in effetti indicare la risposta più lineare ai fini della gestione rimediale della mancata consegna del foglio informativo: orientando la soluzione, all'evidenza, verso il risarcimento del danno da inadempimento.

Si è già rilevato (*supra*, n. 2) che il ragionamento del Collegio si muove tutto all'interno dell'assunto dell'inesistenza di alcun rapporto tra la disciplina speciale in materia di risparmio e i rimedi predisposti la normativa di trasparenza (in particolare gli artt. 117 e 127 t.u.b.); che, ove applicabili come in precedenza ipotizzato, verrebbero a prevalere. Adesso, invece, interessa segnalare che, imboccata questa via, dal punto di vista applicativo vengono in precipuo rilievo tre questioni.

5.2. In primo luogo, si pone un tema di individuazione del momento della decorrenza della prescrizione del diritto al risarcimento. La questione consegue, in particolare, all'esistenza di una significativa scissione temporale tra il momento dell'inadempimento (mancata consegna del foglio informativo al momento del collocamento), il momento del danno conseguente all'inadempimento (decorrenza della prescrizione), il momento della percezione del danno (presentazione del buono allo sportello).

A tal riguardo, non dovrebbero esserci dubbi nell'escludere che il termine di decorrenza della prescrizione possa essere correttamente fissato nel momento dell'inadempimento dell'obbligo di consegna. L'indicazione che sul punto si ritrae dal formante giurisprudenziale appare infatti inequivoca: muovendo dalla distinzione concettuale tra danno-evento e danno-conseguenza, l'effetto di attivare il decorso della prescrizione viene riferita all'attualità di quest'ultimo, in virtù della «correlazione tra insorgenza del diritto al risarcimento del danno da responsabilità contrattuale e decorrenza della prescrizione, che, in base all'art. 2935 c.c., è ancorata al momento in cui il diritto anzidetto può farsi valere e, dunque, non prima che lo stesso venga ad esistenza con l'insorgenza del danno risarcibile»³⁰.

Escluso, dunque, che si possa riferire la decorrenza della

³⁰ Cass., 18 febbraio 2016, n. 3176, in *Foro It.*, 2016, I, 1678.

prescrizione al primo dei tre momenti, resta invece più delicata la scelta tra i due residui (*i.e.* maturazione della prescrizione ovvero scoperta dell'intervenuta prescrizione). Il problema è fondato, segnatamente, dalla regola giurisprudenziale, correntemente accostata a quella appena ritrascritta, per cui ai fini della decorrenza della prescrizione è richiesto non solo il verificarsi del danno-conseguenza (*ex art.* 1223 c.c.), ma pure che lo stesso sia «oggettivamente percepibile e riconoscibile da chi intenda chiederne il ristoro»³¹. Calare tale postulato nella fattispecie qui in discussione è tutt'altro che agevole, nella misura in cui si tratta di stabilire *fino a quando* la mancata consegna del foglio informativo renda non percepibile il danno.

5.3. In realtà, è evidente che tale interrogativo si intreccia – senza peraltro confondersi – con l'ulteriore e distinto aspetto della eventuale misura di «rimproverabilità» della condotta dell'investitore che, a fronte della mancata consegna del foglio informativo, non si sia attivato in proprio per rendersi edotto della data di scadenza del buono. Rimproverabilità che potrebbe in astratto rilevare non solo e non tanto in relazione all'identificazione del termine di decorso della prescrizione dell'azione di risarcimento del danno (*in thesi*, la prescrizione del diritto alla restituzione dell'investimento) *sub specie* di impedimento *in fatto* ipoteticamente rilevante in relazione al decorso³², ma già nel senso di ridurre il danno risarcibile, o financo

³¹ Ancora Cass., 18 febbraio 2016, n. 3176, *cit.*; nei medesimi termini anche Cass., 17 aprile 2015, n. 6921, in *Rep. Foro It.*, 2015, Impugnazioni civili [3460], n. 23: «non è conforme a diritto far decorrere la prescrizione del diritto al risarcimento del danno dal fatto illecito lesivo anziché dal manifestarsi all'esterno della produzione del danno. In tema di prescrizione del diritto al risarcimento del danno, sia per responsabilità contrattuale che per responsabilità extracontrattuale, questa Corte ha ripetutamente affermato che il termine di prescrizione *ex articolo* 2935 c.c., inizia a decorrere non già dal momento in cui il fatto del terzo viene a ledere l'altrui diritto, bensì dal momento in cui la produzione del danno si manifesta all'esterno divenendo oggettivamente percepibile e riconoscibile (cfr. Cass., n. 12666 del 2003; Cass., n. 9927 del 2000; Cass., n. 8845 del 1995; Cass., n. 3206 del 1989, Cass.; n. 4532 del 1987)».

³² Che a questo punto sarebbe più sensato riferire all'obbligazione *ex contractu*: e tuttavia, così in un caso come nell'altro, il principale ostacolo a configurare, nell'ipotesi-tipo qui in esame, un evento impeditivo rilevante sta nel fatto che non sussiste un'*impossibilità obiettiva* – per quanto meramente fattuale – di ottenere l'informazione in ordine alla scadenza del buono. Resta comunque impregiudicato

escluderne l'esistenza.

Si è infatti già visto (*supra*, n. 4) che, sul punto, il Collegio di Coordinamento non ha esitato a tacciare di «indubbia negligenza» la condotta dell'investitore (il quale, appunto, «non va esente da colpe»), invocando la necessità, ai fini della determinazione della misura del danno risarcibile, di un confronto comparativo tra l'inadempimento delle Poste e quello del titolare del buono.

Ora, è chiaro che una simile valutazione per sua natura non si presta a generalizzazioni, richiedendo di essere misurata sulle effettive caratteristiche di ciascuna fattispecie concreta; sicché un discorso impostato in termini generali, quale è il presente, non può opportunamente spingersi troppo avanti.

Va tuttavia in questa sede rilevato che si cadrebbe in un errore prospettico se, nel costruire un simile confronto comparativo, si accedesse all'idea – che, in effetti, sembra essere suggerita dal Collegio – di attribuire all'inerzia dell'investitore una rilevanza assorbente, o anche solo preponderante, in punto di determinazione del danno risarcibile: tanto in termini della interruzione del nesso causale ai sensi dell'art. 1227, co. 1, c.c., quanto in termini di riduzione del risarcimento per i danni evitabili con l'ordinaria diligenza *ex art. 1227 co. 2, c.c.*

Anche volendo prescindere dal fatto che la natura colposa dell'inerzia del titolare del buono andrebbe qui comunque valutata anche alla luce della verifica dell'esistenza o meno di un affidamento ragionevole circa una durata dell'inerzia *superiore a quella dell'investimento sommato al decennio prescrizioneale successivo*³³, la prospettiva del Collegio viene, nei fatti, a configurare un onere informativo del cliente, di stampo generale (non legato, cioè, a vicende specifiche, ma conseguente al mero fatto della mancata

ogni rilievo sull'esistenza o meno di un onere di attivazione in tal senso da parte dell'investitore, e quindi di ogni discorso circa la rimproverabilità o meno della relativa inerzia, su cui cfr. anche la nota che segue.

³³ In quest'ottica, va osservato che le serie ordinarie dei buoni fruttiferi postali hanno avuto durata trentennale fino all'anno 2000, a partire dal quale vengono emessi con durata ventennale, altre serie portano durate tra i quattro e i sedici anni; infine, per un periodo, la Cassa ha emesso anche buoni di durata inferiore, tra i quali si annovera quello, della durata di 18 mesi, al centro della fattispecie concreta da cui è originata la decisione del Collegio di Coordinamento.

disponibilità del foglio informativo) il quale viene concepito come *normativamente equiparato* all'obbligo informativo dell'intermediario. Ma un simile procedere non può essere accolto: così ragionando, infatti, si dà credito a un assunto che si mostra in sé contrario alla stessa idea di un adempimento informativo in funzione di trasparenza, e specificamente alla logica che vuole gli obblighi di questo genere istituzionalmente orientati verso il polo dell'effettiva messa a disposizione – come strumentale all'effettiva conoscenza – delle informazioni inerenti al rapporto, tanto più quando esse hanno dimensione costitutiva della decisione di investimento. Se ciò è corretto, diventa improprio depotenziare tale obbligo enucleando un indiscriminato onere di attivazione dell'investitore, facendo leva su un principio di autoreponsabilità che, all'interno dell'ecosistema normativo che governa il rapporto tra intermediario e investitore, non può essere applicato in maniera così meccanica e anodina.

In ogni caso, è pure evidente che il ragionamento di un gioco «a somma zero» tra inadempimento delle Poste, da un lato, e inerzia dei titolari dei buoni, dall'altro, porta con sé l'effetto di depotenziare fortemente l'idoneità del rimedio a incidere effettivamente sulla prassi dell'impresa inadempiente (o comunque che non sia il grado di fornire prova dell'effettiva *compliance* alla regola in questione). Come tale, una situazione siffatta richiede, allora, la seria attivazione degli altri strumenti di *enforcement* (nel caso, quelli pubblicistici) che la normativa di trasparenza predispone.

5.4. Il terzo e ultimo aspetto applicativo da considerare riguarda l'esistenza di un reale nesso di causalità tra inadempimento e danno, da accertare prima e, per così dire, «a monte» dell'eventuale rilevanza colposa *ex art. 1227 c.c.* della condotta del titolare del buono.

Sul punto, il Collegio richiede «elementi fattuali utili a dimostrare che effettivamente la protratta inattività del medesimo è dipesa dalla mancata consegna del Foglio Informativo». Anche qui però, ferme tutte le cautele del caso, non si può obliterare la dimensione seriale del problema.

In particolare, ci si dovrebbe domandare come mai il fatto dell'intervenuta decorrenza del termine prescrizione dei buoni postali si ponga con riferimento ad un robusto numero di investitori, comunque deviante – in termini quantitativi – rispetto alla generalità dei prodotti di investimento, in cui non consta che il problema assuma

dimensioni comparabili. Proprio come, di fronte a un incrocio stradale in cui si verificano troppi incidenti, sarebbe miope domandarsi se, magari, i guidatori non sarebbero rimasti comunque coinvolti in un sinistro per altre ragioni: il dato che conta è, in effetti, l'evidente necessità di correggere le caratteristiche dell'incrocio stradale pericoloso. Ed è davvero scontato segnalare che la «pericolosità», nel caso di specie, riposa sulla scelta – propria del Ministero dell'Economia – di escludere che le comunicazioni nei confronti dei titolari dei buoni debbano avere natura personalizzata³⁴.

6. *La concezione «demodée» dell'exceptio doli nell'argomentare del Collegio di Coordinamento. L'art. 47 Cost. come referente normativo rilevante ai fini della definizione delle condizioni di spettanza dell'exceptio doli*

6.1. Tanto rilevato in ordine agli evocati profili risarcitori connessi con la mancata consegna del foglio, conviene ora convergere sul cuore del provvedimento del Collegio di Coordinamento, e cioè sulla negazione della spettanza di una *replicatio doli* in capo al sottoscrittore del buono.

Di essa rileva, prima ancora dell'esito applicativo raggiunto, la stessa impostazione del ragionamento ivi condotto, che si presta ad alcune considerazioni relative al profilo della configurazione normativa del rimedio dell'*exceptio doli generalis* che in essa si propone.

Da questo punto di vista, non si può non notare come, già nel presentare la figura, la pronuncia venga a segnare una tensione interna

³⁴ In questo senso, è decisivo l'art. 6, co. 4, decreto MEF 6 ottobre 2004 (già riferito *supra*, n. 1), il quale, *da un lato*, non prevede obblighi informativi in corso di rapporto in capo al collocatore; *dall'altro*, stabilisce che «le comunicazioni della CDP S.p.a. ai titolari dei buoni postali fruttiferi vengono effettuate mediante l'inserzione di appositi avvisi nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica e nel sito web della CDP s.p.a.»; altresì disponendo che «al fine di garantire l'effettiva conoscenza delle informazioni pubblicate, queste ultime possono essere rese note anche mediante l'esposizione di appositi avvisi nei locali aperti al pubblico di Poste italiane S.p.a., nonché mediante pubblicazione su quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico, con l'indicazione degli estremi della pubblicazione della Gazzetta Ufficiale della Repubblica ovvero con l'avvertenza che l'avviso è in corso di pubblicazione».

di ordine ricostruttivo. Ciò consegue alla giustapposizione di due premesse teoriche di segno divergente. E infatti, mentre nel presentare la questione sollevata dell'ordinanza di rimessione si accenna all'*exceptio doli* come strumento che incide sulla fase dinamica dell'esercizio di una posizione giuridica attiva in ragione della sua «contrari[età] a buona fede (oggettiva)», da valutarsi «alla luce delle circostanze concrete», quando si passa a trattare la questione, la stessa prospettiva di fondo appare cambiata: il presupposto dell'*exceptio* viene ora identificato – mutuando la definizione dalla letteratura giuridica romanistica³⁵ – nel «*dolo attuale*, commesso al momento in cui viene intentata l'azione».

Per superare il contrasto, sul piano applicativo diviene allora necessario, in via alternativa: o estendere impropriamente la nozione di dolo, identificandola – non già nella *condotta intenzionalmente orientata al danno della controparte*, bensì – nella mera contrarietà a buona fede oggettiva dell'agire del titolare del diritto/facoltà (contrarietà a buona fede da intendersi, al di là della positiva definizione dei suoi termini applicativi, come non necessitante di quel presupposto); oppure, espungere il richiamo applicativo alla buona fede dalla costruzione delle condizioni di spettanza dell'*exceptio doli*, per ricondurre l'analisi nei termini della verifica di una condotta di stampo intenzionale del soggetto a cui l'*exceptio* – qui, la *replicatio* – si propone.

6.2. Non vi è dubbio che la strada solcata dall'Arbitro bancario finanziario sia la seconda. Per rendersene persuasi, è sufficiente richiamare il successivo svolgimento della decisione, in cui si insiste sul momento dell'agire doloso. Il punto è, secondo il Collegio, che non va concessa la *replicatio doli* perché non vi è prova del fatto che l'intermediario «abbia agito dolosamente».

Più precisamente, l'assenza di dolo delle Poste viene esclusa *tanto al momento della proposizione dell'eccezione* (rilevando, da quest'angolo visuale, l'assunzione del Collegio per cui le Poste non si sarebbero proprio figurate «il problema della omessa consegna del

³⁵ L'espressione impiegata dal Collegio di Coordinamento riprende testualmente la definizione dell'*exceptio doli praesentis* fornita da G.I. LUZZATTO, voce «*Dolo (dir. rom. civ.)*», in *Enc. Dir.*, XIII, Milano, 1964, 716, che a propria volta fa riferimento a fonti romane (in particolare, Gai 4, 119, nonché Ulp. D. 44, 4, 2, 5 Paul. D. eod. 8).

Foglio Informativo all'epoca della sottoscrizione»), *quanto al momento dell'inadempimento* (rispetto al quale, conta il fatto che «non viene in rilievo alcun elemento utile a ritenere che la omessa consegna del Foglio Informativo al sottoscrittore possa essere ascritta a dolo piuttosto che a mera negligenza dei dipendenti dell'intermediario, né che sia stato tenuto dai medesimi un qualsiasi comportamento fraudolento»).

Così ripercorso il ragionamento del Collegio di Coordinamento, è da interrogarsi se questa visione dell'*exceptio doli generalis*, che ne limita il perimetro applicativo (se forse non all'atto emulativo in senso proprio, almeno) all'agire malizioso, possa dirsi coerente con lo stato attuale di elaborazione della figura, per come si ritrae dal formante dottrinale e dalla giurisprudenza teorica e pratica.

Un simile quesito merita senz'altro una risposta negativa. In effetti, l'idea di una figura schiacciata sul paradigma dell'abuso in senso stretto, se propone per intero la nozione di *exceptio doli presentis* propria del diritto romano³⁶, viene a obliterare quel percorso compiuto dalla civilistica italiana, in un arco di tempo almeno trentennale, il quale associa il riconoscimento della generalità applicativa dell'istituto all'individuazione del suo fondamento positivo nella regola della buona fede oggettiva (art. 1375 c.c.) quale parametro di valutazione delle condotte nei rapporti intersoggettivi³⁷, come pure nella regola della correttezza (art. 1175 c.c.). Così superando la prospettiva dell'*exceptio doli* come mera variante rimediale (non già meramente obbligatoria, bensì «reale») di una condotta già in sé civilisticamente illecita ex art. 2043 c.c.

6.3. Accolta una simile prospettiva ricostruttiva, seguono due ulteriori, connesse notazioni critiche.

La prima è quella intesa a osservare che, guadagnato il risultato della generalità applicativa dell'istituto in ragione del suo rinvenuto fondamento nella regola della buona fede oggettiva, diviene in sé metodologicamente scorretto – a prescindere dalla soluzione che si ritenga di dare alla questione affrontata dal Collegio – pretendere di decidere le ipotesi dubbie affidandosi a una procedimento di mera

³⁶ Cfr. la nota che precede.

³⁷ Cfr. l'articolata analisi e ricostruzione di F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, spec., 343 ss.

sussunzione della fattispecie considerata in un elenco di figure «validate» di *exceptio doli*, che si assume come esaustivo: così, nelle parole della decisione dell'Abf, che il soggetto contro cui si fa valere l'*exceptio* abbia «sottaciuto situazioni sopravvenute al contratto e aventi forza modificativa o estintiva del diritto, ovvero abbia avanzato richieste di pagamento “*prima facie*” abusive o fraudolente, o ancora abbia contravvenuto al divieto di “*venire contra factum proprium*”».

In realtà, se si tiene realmente fede al dato ricostruttivo della buona fede oggettiva come ancoraggio sistematico dell'*exceptio doli generalis*, è inevitabile concludere che il rilievo di tutte le precedenti figure, a cui si può aggiungere anche quella – tanto comunemente richiamata quanto concettualmente difficoltosa – dell'esercizio del diritto non coerente col proprio «fine legale»³⁸, si ferma al piano meramente descrittivo ed esemplificativo, senza poter salire a presupposti dell'istituto di ordine strutturale (tanto più se si considera l'intrinseca elasticità semantica delle locuzioni utilizzare per designare queste figure). In effetti, l'idea del catalogo fermo a un dato novero di elementi presuppone – al di là dell'«elasticità» o meno degli elementi stessi – un modulo concettuale propriamente alternativo alla clausola generale; e tradisce, così, un approccio all'*exceptio doli* che muove per estensione da figure legali tipiche: così, l'art. 833 c.c., l'art. 1993, co. 2, c.c., l'art. 2384, co. 2, c.c., in merito alle quali è pure interessante rilevare che si tratta di ipotesi normative in cui l'*exceptio* è integrata dall'agire malizioso, quale nozione più restrittiva della mera contrarietà a buona fede dell'esercizio del diritto, della potestà o della facoltà.

³⁸ *I.e.* con l'interesse per la soddisfazione del quale è data la posizione giuridica: cfr. ad es. Cass., 12 dicembre 2017, n. 29792, in *Foro It.*, 2018, I, 1312, così massimata: «il diritto di richiedere il differimento dell'assemblea di una società per azioni, esercitato ai sensi dell'art. 2374 c.c., ha natura potestativa, assolvendo alla funzione di assicurare ai soci una maggiore informazione sui temi all'ordine del giorno che prescinde dal riscontro di una situazione obiettiva di deficit conoscitivo in capo ai richiedenti tanto da poter determinare, nell'ipotesi di mancato rinvio, l'annullabilità della delibera adottata; tale qualificazione giuridica del diritto, tuttavia, non comporta l'assoluta insindacabilità della dichiarazione d'insufficienza informativa, fondante la richiesta, essendo configurabile, come limite esterno al suo esercizio, l'abuso del diritto predicato nell'art. 2374 c.c. nell'ipotesi in cui la richiesta sia stata dettata da un fine, in concreto, del tutto incoerente rispetto a quello per il quale la relativa facoltà è attribuita dalla norma codicistica».

6.4. Quanto precede conduce al secondo rilievo qui da svolgere, il quale s'incentra sulla mancata inclusione – nell'*iter* logico di valutazione, da parte del Collegio, della spettanza o meno dell'*exceptio doli* – di ogni riferimento alla *misura di specifica rilevanza costituzionale* (oltre, cioè, il principio solidaristico *ex art. 2 Cost. genericamente* sotteso alla clausola di buona fede) dell'interesse che si vorrebbe tutelato con la concessione dell'eccezione.

Ovviamente, questo aspetto rimanda non tanto al tema del rapporto tra *exceptio doli generalis* e buona fede (che si assume come risolto nei termini di cui sopra), volgendosi piuttosto alla stessa comprensione giuridica della regola della buona fede oggettiva: in termini di mera clausola di «normalizzazione» del sistema, ovvero – al contrario – quale mezzo tecnico per consentire il transito dei valori costituzionali all'interno dei rapporti tra privati (e pure, nel contesto della *exceptio doli generalis*, la positivizzazione della *naturalis aequitas* che si contrappone, nel concreto, al *ius strictum*)³⁹.

Dove è chiaro che, aderendo al secondo polo di questa alternativa (che è, in fondo, quello quanto meno affermato al livello delle massime della giurisprudenza di legittimità), è proprio il momento della legalità costituzionale – e non già il riscontro di un «dolo attuale», e tanto meno la riconduzione della fattispecie concreta a elenchi preformati di ipotesi (più o meno vaghe nella relativa definizione) legittimanti l'*exceptio* – ad assumere il ruolo di guida del ragionamento intorno alla spettanza, in ciascun caso concreto, dell'*exceptio*.

E però, se tale fosse il vaglio concretamente condotto, per sciogliere convenientemente il problema sottoposto al Collegio di Coordinamento, si dovrebbe allora tenere in considerazione, *sul piano dei dati normativi rilevanti* (e ferma restando, *sul piano del fatto*, la necessità di verificare l'esistenza un ragionevole rapporto di causalità tra violazione informativa e decorso della prescrizione, sulla base di

³⁹ Questione ulteriore è quella della rilevanza normativa dei dati normativi costituzionali come parametro esterno ovvero interno al dato positivo concretamente applicato, che distingue la teoria della *mittelbare Drittwirkung*, quella della *unmittelbare Drittwirkung* (su cui cfr. U. NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1974, 36 s.), da quella intermedia (del duplice referente normativo) suggerita da A.A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 169.

tutte le circostanze rilevanti proprie di ciascuna fattispecie considerata⁴⁰), la circostanza che viene qui in rilievo un parametro costituzionale *specifico* sotteso all'obbligo inadempito, e cioè la tutela del risparmio (art. 47 Cost.), alla quale è direttamente strumentale la norma che mira a dotare gli investitori della *disponibilità effettiva e costante* delle condizioni del rapporto – rendimento atteso, durata del contratto, disciplina del disinvestimento anticipato, etc. –, con superamento del requisito della mera «conoscibilità» ex art. 1341, co. 1, c.c., e correlativa negazione di un onere di attivazione della parte non predisponente in tal senso⁴¹.

Parametro, quello dell'art. 47 Cost., a cui si contrappone un *ius strictum* (qui, la disciplina della prescrizione, «*impium praesidium*») che presenta l'interesse ivi sotteso come, *da un lato*, disponibile (almeno nel momento in cui l'eccezione è sollevata: art. 2937 c.c.); *dall'altro*, dotato di un'intensità tale per cui al *solvens* del debito prescritto non spetta la *condictio* (art. 2940 c.c.).

Il tutto, in aggiunta al fatto che l'emittente Cassa Depositi e Prestiti – e quindi lo Stato italiano: cfr. infatti l'assimilazione dei buoni ai titoli del debito pubblico (art. 21 del t.u. del debito pubblico) – continua a beneficiare dell'effetto di provvista fino al versamento, dovuto *ex lege*, della somma al fondo dei c.d. «depositi dormienti»; in seguito, la medesima somma va a beneficio del Ministero dell'Economia, quale gestore del fondo.

⁴⁰ Anche nella prospettiva dell'esistenza di un effettivo affidamento dell'investitore, conseguente alla mancata trasmissione delle informazioni di cui al foglio, in ordine a un più esteso termine del buono (come era stato paventato nel caso deciso dal Collegio di Coordinamento).

⁴¹ Ciò anche, ma non solo, a tutela di un consenso non più limitato alla causa e all'oggetto, come invece nell'impostazione emergente dall'art. 1341 c.c.: cfr. U. MAJELLO, *Essenzialità dell'accordo e del suo contenuto*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, 126.

***Conduit, Fronting, IBLOR, Sub-participation, “credito passante”:
la riserva di attività finanziaria tra “forma e sostanza” o tra
esercizio “diretto e indiretto”? Note a margine di una recente
sentenza della Cassazione penale***

SOMMARIO: 1. Ricostruzione della vicenda processuale sfociata nella sentenza in commento: Cass. Pen., sez. V, 22 marzo 2019, n. 12777. – 2. Ricostruzione morfologica e funzionale della riserva di attività *ex art. 106 TUB*: riserva all’“attività finanziaria” o all’“esercizio pubblico” di quella? – 3. Ricostruzione della origine e della *ratio* della riserva di attività *ex art. 106 TUB* e della connessa fattispecie di abusivismo finanziario *ex art. 132 TUB*; in particolare, le finalità di prevenzione e contrasto dei fenomeni di riciclaggio – 4. Analisi della fattispecie incriminatrice. La impertinenza analitica della dicotomia “forma/sostanza” – 5. (Ma allora), l’inversione logica nell’applicazione del consolidato orientamento giurisprudenziale in materia di abusivismo finanziario? – 6. La pertinenza analitica della dicotomia “diretto/indiretto”? – 7. Immediata problematica configurabilità di un esercizio nei confronti del pubblico “in via indiretta”; possibile identificabilità, anzi, di tale modello come quello virtuoso in assenza di una autonoma abilitazione del soggetto agente a stare direttamente sul mercato? – 8. Possibile ricostruzione alternativa di uno schema “indiretto” di svolgimento dell’attività finanziaria e verifica della sua elusività della riserva – 9. Una prima verifica: lo schema di “finanziamento indiretto” come fattispecie lecita e tipizzata nelle disposizioni di vigilanza della Banca d’Italia. Il c.d. “credito passante” – 10. Una seconda verifica: lo schema di “finanziamento indiretto” come fattispecie (talora) lecita e tipizzata in ambito fiscale. Il c.d. *IBLOR* – 11. Una provvisoria conclusione in merito alla dubbia configurabilità di uno schema (di per sé patologicamente) “interpositario” con riguardo ad un’attività necessariamente (fisiologicamente) “intermediaria”, anche alla luce del crescente fenomeno del *lending marketplace* e della recente liberalizzazione del *direct lending* seguita alle istanze di repressione dello *shadow banking system* – 12. La conferma della provvisoria conclusione sopra avanzata, attraverso un più preciso inquadramento civilistico della fattispecie nel concetto di interposizione reale e ricomposizione in esso delle conclusioni cui perviene la Corte di Cassazione – 13. Possibile ricostruzione delle operazioni in esame quali schemi di *portage* – 14. Le operazioni in esame, simulazione e interposizione fittizia – 15. Le operazioni in esame e frode alla legge – 16. Conclusioni.

1. *Ricostruzione della vicenda processuale sfociata nella sentenza in commento: Cass. Pen., sez. V, 22 marzo 2019, n. 127771*

Il Tribunale di Forlì in data 9 gennaio 2015 aveva affermato la responsabilità penale di una serie di funzionari di una banca italiana, Credito di Romagna S.p.A. (nella sentenza in commento definita anche “CR”) e di una banca sammarinese, Istituto Bancario Sanmarinese S.p.A., (nella sentenza in commento definita anche “IBS”), in relazione ai reati di abusiva attività finanziaria di cui al D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 132, per avere posto in essere una serie di operazioni di finanziamento in *pool*, materialmente erogate dalla prima anche con fondi provenienti dalla seconda, banca straniera, quest'ultima, non autorizzata allo svolgimento di attività finanziaria in Italia; i funzionari venivano dunque condannati alla pena di mesi 10 di reclusione ed Euro 5.000,00 di multa, nonché al risarcimento dei danni in favore della parte civile, Banca d'Italia.

Con sentenza emessa il 29 novembre 2017 la Corte di Appello di Bologna, in parziale riforma – mentre assolveva alcuni imputati dai reati di omessa informazione e ostacolo alla vigilanza, perché il fatto non costituiva reato, o perché il fatto non sussisteva, dichiarando altresì di non doversi procedere limitatamente ad altri capi di imputazione, in quanto estinti per prescrizione – confermava nel resto l'affermazione di responsabilità, rideterminando la pena inflitta in mesi 9 di reclusione ed Euro 4.000,00 di multa.

Avverso tale sentenza i funzionari condannati hanno promosso ricorso per Cassazione, deducendo, *inter alia*, l'erronea applicazione degli artt. 132 e 106 TUB, degli artt. 2 e art. 5 del D.M. 17 febbraio 2009, n. 29 e dell'art. 2 del D.M. n. 53 del 2015.

I ricorrenti lamentavano come la Corte territoriale avesse ritenuto impropriamente integrato l'elemento della “concessione di finanziamenti”, basandolo essenzialmente sull'elemento della sopportazione del rischio di credito, sostenendo pertanto che la banca estera dovesse considerarsi parte del contratto di finanziamento per il solo fatto che essa assumeva su di sé il rischio in ordine alle prestazioni

¹ Sentenza disponibile al seguente link:
http://www.cortedicassazione.it/cassazione-resources/resources/cms/documents/12777_03_2019_no-index.pdf.

oggetto del contratto medesimo; al contrario, i ricorrenti sostenevano come il rischio dovesse ritenersi un elemento giuridicamente irrilevante ai fini dell'individuazione dei soggetti del rapporto negoziale. Con riguardo allo schema negoziale adottato – ben descritto nella sentenza nel senso che «i finanziamenti in *pool* tra CR e IBS sono impostati su un mandato senza rappresentanza, che comporta l'esistenza di due rapporti giuridici reciprocamente indipendenti: un rapporto tra CR ed il soggetto finanziato, ed un rapporto tra mandatario (CR) e mandante (IBS); il finanziamento, infatti, intercorre tra CR e terzo, che è estraneo al rapporto tra CR e IBS; *ex art.* 1705 c.c., il mandatario (la capofila CR) acquista i diritti e assume gli obblighi verso il cliente, e, a tale rapporto, restano estranei gli altri soggetti del pool (IBS): pertanto, nessun rapporto giuridico si è mai instaurato tra IBS e soggetto finanziato, ma solo tra IBS e CR, come evidenziato dalle clausole della convenzione interbancaria e dalla clausola ‘senza vincolo di solidarietà’» – i ricorrenti incentravano le loro argomentazioni sul fatto che i contratti di finanziamento fossero intercorsi esclusivamente tra la banca italiana e i soggetti prenditori, atteso che la banca straniera non acquisiva alcun diritto alla restituzione delle somme che erano state erogate dalla banca italiana. Essi contestavano dunque la decisione della corte territoriale la quale avrebbe invece ritenuto quella ricostruzione basata su una interpretazione eccessivamente formalistica della norma penale, mentre – sottolineavano ancora i ricorrenti – il diritto penale (e la disciplina contrattuale a cui esso nella fattispecie si riferiva) risulta fondato sulla forma e sul tenore letterale della disposizione, senza che possa assumere rilievo la *ratio* dell'incriminazione; l'interpretazione della corte territoriale avrebbe dunque operato una vera e propria analogia in *malam partem* della nozione di “concessione di finanziamenti” di cui all'art. 106 TUB.

Sotto il profilo della nozione di “pubblico”, i ricorrenti contestavano poi come la corte territoriale avesse motivato illogicamente, concentrandosi su un dato di fatto irrilevante, e cioè l'importo delle “somme significative” (oltre 30 milioni di Euro, che la banca italiana non sarebbe stata in grado di assicurare senza superare la soglia di concentrazione del rischio) oggetto dei finanziamenti censurati, sottolineando come a tal fine l'entità delle somme erogate sia del tutto inconferente e considerando inoltre come, nella fattispecie, le operazioni fossero state soltanto limitate a “otto”; a tal riguardo si

contestava poi come «il fatto tipico è costituito dall'effettivo, e non potenziale, esercizio» nei confronti del pubblico.

Così sommariamente ricostruita la vicenda processuale svoltasi innanzi ai giudici di merito, possiamo ora soffermarci a considerare – attingendo ampiamente al suo contenuto – il percorso argomentativo sviluppato nella sentenza della Suprema Corte, concentrandoci sui principali snodi logici e giuridici, limitatamente ai profili di nostro più diretto interesse in questa sede.

Le doglianze dei ricorrenti, quali sopra sommariamente riportate sulla base di quanto emerge dalla sentenza stessa, vengono innanzitutto ritenute inammissibili e infondate dalla Corte nella parte in cui sollecitando una rivalutazione del merito, proponevano una lettura alternativa del compendio probatorio valutato dalla corte territoriale; la Suprema Corte rileva a tal proposito come la Corte di Appello avesse, infatti, enucleato una serie «di indici sintomatici della riferibilità ad IBS dell'attività di concessione di finanziamenti, sulla base dei quali è stato ritenuto, con apprezzamento di fatto immune da censure di illogicità, e dunque insindacabile in sede di legittimità, che il *pool* creato dai due istituti, formalmente regolato dal mandato senza rappresentanza, non fosse altro che uno *schermo giuridico per dissimulare* un'attività di finanziamento svolta pro quota direttamente dall'istituto sammarinese» (evidenza aggiunta).

Questi gli elementi presi in considerazione dalla Corte d'Appello a base del riferito giudizio che vale la pena riportare nella loro integralità: «1) il riparto del rischio di insolvenza tra i due istituti: se il mutuo fosse intercorso solo tra CR ed il singolo cliente, la relativa esposizione sarebbe gravata soltanto sulla banca italiana; 2) l'autonoma valutazione del merito creditizio del singolo mutuatario formulata da IBS: se la controparte contrattuale fosse stata soltanto la banca italiana, avrebbe dovuto essere indifferente la solvibilità del terzo, rilevando soltanto la solvibilità dell'istituto di credito finanziato; 3) la sottoscrizione per conoscenza, da parte del cliente, della convenzione interbancaria stipulata tra IBS e CR: se IBS fosse stata estranea al rapporto con il mutuatario, non vi sarebbe stata ragione di mettere il cliente al corrente della provenienza di una parte della provvista da parte dell'istituto estero; 4) i poteri di ingerenza di IBS nella fase attuativa del rapporto, con la previsione del diritto di essere informata e di approvare tutte le circostanze idonee a modificare le valutazioni del merito creditizio del

mutuatario; 5) il maggior impegno finanziario di IBS rispetto a CR nella erogazione delle somme; 6) la segnalazione alla centrale dei rischi, da parte di CR, soltanto dell'importo relativo alla propria esposizione verso il cliente, e non quello complessivo del finanziamento: se il rapporto fosse stato esclusivamente tra CR ed i singoli clienti, l'esposizione della banca italiana sarebbe stata pari all'intero importo del finanziamento, e non solo alla propria quota».

Sulla base di tali indici, pertanto, la Corte di Cassazione ha ritenuto corretta e fondata la valutazione operata dalla Corte d'Appello nel ritenere che la banca straniera svolgesse attività finanziaria in assenza di autorizzazione, avvalendosi a tal fine dello «schermo giuridico» del mandato senza rappresentanza conferito alla banca italiana. E ciò fondamentalmente in base alla considerazione che la prima assumeva su di sé il rischio di credito, procedendo alla sua valutazione, monitoraggio e gestione nel corso dello svolgimento del rapporto; a tal riguardo occorre sottolineare come la Corte paia attribuire un valore centrale anche al fatto che si rendesse «nota al cliente la provenienza di parte della provvista finanziaria dalla banca estera, *mediante la sottoscrizione* per conoscenza della convenzione interbancaria» (evidenza aggiunta).

Nel rigettare la ricostruzione proposta dalle difese, la Corte ritiene dunque come la sentenza impugnata risultasse immune da censure e come le doglianze proposte apparissero «calibrate su una inammissibile parcellizzazione valutativa: si è, al riguardo, contestata la valorizzazione del criterio dell'assunzione del rischio quale parametro per l'individuazione di una parte contrattuale, lamentando che la visione 'sostanzialistica' sottesa alla decisione della Corte territoriale abbia in realtà fondato una interpretazione analogica in *malam partem* della nozione di 'concessione di finanziamenti' di cui all'art. 106 TUB. 5.3.1». In particolare, la Corte di Cassazione – dopo aver ricordato come l'argomento dell'assunzione del rischio pro quota da parte dell'istituto sammarinese fosse «stata soltanto uno dei molteplici criteri valutati dalla Corte territoriale per inferire logicamente la riconducibilità delle operazioni di finanziamento (anche) ad IBS» – rigettava «la deduzione con cui, sulla base della dicotomia "forma/sostanza", è stato sostenuto che la sentenza impugnata abbia obliterato la forma che caratterizza il diritto penale e l'interpretazione del contratto, in favore di una interpretazione analogica della nozione

di finanziamenti basata sulla sostanza e sulla *ratio* dell'incriminazione» (evidenze aggiunte).

La Corte correttamente rileva come le banche avessero operato sulla base di un mandato senza rappresentanza, sottolineando però come la convenzione interbancaria prevedesse poteri di ingerenza (diretta) della banca straniera sia in fase precontrattuale, con particolare riguardo alla valutazione del merito di credito, ma anche in fase contrattuale di gestione dei finanziamenti erogati²; a tal fine – pur riconoscendosi che lo stesso art. 1705 c.c., comma 2, assicura al mandante una azione diretta nei confronti dei terzi finalizzata all'esercizio dei diritti di credito derivanti dall'esecuzione del mandato, purché ciò non pregiudichi i diritti del mandatario, richiamando l'orientamento della stessa Corte³, viene sottolineato come: «in tema di azioni esercitabili dal mandante nell'ipotesi di mandato senza rappresentanza, il sistema normativo è imperniato sul rapporto regola-eccezione, nel senso che, secondo la regola generale (art. 1705 c.c., comma 1), il mandatario acquista i diritti e assume gli obblighi derivanti dagli atti compiuti con i terzi, che non hanno alcun rapporto con il mandante, mentre costituiscono eccezioni le disposizioni, tanto sostanziali quanto processuali, che prevedono l'immediata reclamabilità del diritto (di credito o reale) da parte del mandante, con conseguente necessità di stretta interpretazione di queste ultime e dell'esclusione di qualunque integrazione di tipo analogico o estensivo, nell'ottica della tutela della posizione del terzo contraente. Ne deriva che l'espressione '*diritti di credito derivanti dall'esecuzione del mandato*' (art. 1705 c.c., comma 2), che accorda al mandante pretese dirette nei confronti del terzo contraente, va circoscritta all'esercizio dei diritti sostanziali acquistati dal mandatario, rimanendo escluse le azioni poste a loro tutela (annullamento, risoluzione, rescissione, risarcimento del danno)» (evidenza aggiunta). L'argomentazione qui sviluppata si incentra dunque significativamente sulla possibilità – prevista nella convenzione interbancaria – di un esercizio “diretto” da parte della banca estera di azioni poste a tutela del suo “indiretto” diritto di credito (annullamento,

² Nel senso che, viceversa, «nel *Funding Agreement*, venga tassativamente esclusa la possibilità per il finanziatore di agire direttamente nei confronti del beneficiario», cfr. G. PRESTI, *L'operazione di conduit*, in *L'integrazione tra imprese nell'attività internazionale*, D. PREITE (a cura di), Torino, 1995, 215 ss.

³ In Cass., Sez. Un., 08 ottobre 2008, n. 24772.

risoluzione, rescissione, risarcimento del danno); elemento questo che effettivamente pare deviare dallo schema tipico del mandato senza rappresentanza, potendo ciò rappresentare un cruciale argomento a supporto della tesi confermata dalla Corte circa la fittizietà dello schema interpositorio adottato.

È dunque (anche e, ci pare, in particolare) sulla base di queste argomentazioni in merito alla possibilità di una ingerenza “diretta” che la Corte giunge alla conclusione in base alla quale lo schema contrattuale del mandato senza rappresentanza «non possa ritenersi, neppure giuridicamente, di per sé idoneo a ‘schermare’ l’attività diretta di concessione di finanziamenti, in presenza di molteplici indici – negoziali e fattuali – del coinvolgimento di IBS nell’attività finanziaria» (evidenza aggiunta).

Quanto alla impostazione analitica suggerita dai ricorrenti nella ricostruzione del contenuto della riserva di attività in questione, la Corte ben stigmatizza allora, come «la deduzione fondata sulla dicotomia *forma/sostanza appare mal posta*, e rischia di assecondare una distorsione valutativa sul reale oggetto della questione». In maniera condivisibile, la Corte sottolinea come non sia qui «in discussione, infatti, la forma del mandato senza rappresentanza adottata per regolare i rapporti tra IBS e CR; oggetto di vaglio giurisdizionale, per il giudice penale, non è il contratto, ma l’attività sottoposta a controllo, *senza che rilevi la forma adottata per il suo svolgimento in concreto*; in altri termini, ai fini dell’interpretazione della fattispecie incriminatrice non viene in rilievo la *forma negoziale* adottata per il finanziamento quale contratto, bensì la *sostanza* concreta delle operazioni effettuate (in tal senso, Cass. Pen., sez. VI, 13 aprile 2018, n. 27187, non massimata sul punto, che, in un caso di operazioni basate sulla delegazione di pagamento, ha sottolineato come le attività finanziarie rilevanti ai sensi degli artt. 106 e 132 TUB debbono essere individuate non in considerazione delle specifiche forme giuridiche adottate, bensì in ragione della ‘*sostanza*’ concreta delle operazioni effettuate), quale attività sottoposta a controllo» (evidenze aggiunte).

Nella ricostruzione del contenuto della riserva in questione, appare utile e interessante sottolineare, per quel che diremo, come la Corte individui esplicitamente quali elementi costitutivi della fattispecie incriminatrice due requisiti concettualmente distinti e, quindi, non sovrappontenti o assorbenti l’uno dell’altro e cioè: (i) «lo svolgimento

dell'attività nei confronti del pubblico» e (ii) «l'esercizio delle attività finanziarie previste dal D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 106» (v. par. 5.3.2. della sentenza).

La Corte rileva poi come, «anche nell'impostazione esclusivamente negoziale propugnata dai ricorrenti, non può prescindersi dall'osservare che le doglianze proposte si limitano a valorizzare esclusivamente l'aspetto meramente formale dei due contratti, senza censurare in modo specifico le ragioni del collegamento negoziale evidenziate dalle sentenze di merito, e senza considerare che nello stesso diritto privato è prevista la figura del *contratto in frode alla legge*, che può costituire il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa (art. 1344 c.c.); sicché, anche sotto il profilo negoziale, può affermarsi che la regolamentazione dei rapporti tra IBS, CR e i terzi finanziati, benché formalmente indipendenti, è stata oggetto di un collegamento negoziale che, sulla base degli indici sintomatici già evidenziati, ha rivelato la riconducibilità dei finanziamenti all'istituto sammarinese; *in tal senso, pur senza citare espressamente il contratto in frode alla legge, la Corte territoriale ha qualificato la banca italiana quale mero schermo fittizio di IBS*» (evidenze aggiunte).

Con riferimento alla tecnica di tutela penale a cui ha fatto ricorso il legislatore, la Corte rammenta allora come essa sia volta a strutturare la fattispecie come reato di pericolo astratto richiamando a tal fine un precedente orientamento della stessa Corte⁴ in base al quale: «Il reato di esercizio abusivo dell'attività finanziaria (D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 132) è un reato di pericolo, eventualmente abituale ed è commesso sia da chiunque, all'interno di una struttura di carattere professionale, realizzi una o più delle attività previste dall'art. 106 TUB senza essere iscritto nell'elenco previsto dal medesimo articolo, sia da chiunque compia le predette operazioni protratte nel tempo, collegate da un nesso di abitudine, pur senza essere esponente di un'organizzazione professionalmente strutturata; ipotesi, quest'ultima, in cui il reato abituale deve considerarsi strutturato in una condotta unica della quale la ripetizione di una o più delle attività previste dall'art. 106 TUB costituisce requisito essenziale».

Nella ricostruzione della *ratio* sottostante alla riserva, la Corte rileva come «essendo la fattispecie penale posta a tutela della funzione di

⁴ In Cass., 12 novembre 2009, n. 7986.

controllo delle attività finanziarie, ne consegue che gli interessi sottesi all'iscrizione nell'albo degli intermediari finanziari (D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 106) ed all'autorizzazione della Banca d'Italia (D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 107) concernono il *controllo preventivo e la vigilanza sulle attività creditizie e di finanziamento, l'esercizio regolare delle attività bancarie e dei servizi di finanziamento, l'ostacolo alla penetrazione, nel mercato creditizio e finanziario, di capitali di provenienza illecita*. E tali interessi, sottesi alla tutela penale della funzione di controllo e vigilanza, sono suscettibili di compromissione ed offesa, attingendo la soglia del pericolo astratto, anche allorquando le attività finanziarie svolte, in assenza degli atti amministrativi ampliativi della situazione giuridica, siano esercitate *indirettamente, mediante lo 'schermo' formale di una banca italiana cui venga conferito un mandato senza rappresentanza*». Concludendosi allora come «In caso contrario, la formale (o apparente) assenza di rapporto contrattuale con i terzi finanziati potrebbe costituire *comodo escamotage* per svolgere attività, ad esempio, di *riciclaggio* di proventi illeciti, attraverso schermi giuridici che non rientrerebbero neppure tra i soggetti suscettibili di richiedere e ottenere l'autorizzazione della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 107 D.Lgs. n. 385 del 1993» (evidenze aggiunte).

Infine, la Corte – dopo aver premesso che la natura infragruppo dei finanziamenti della banca sammarinese fosse da escludersi – si richiama alla consolidata elaborazione giurisprudenziale⁵ in merito alla

⁵ «Commette il reato di esercizio abusivo di attività finanziaria di cui al D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, art. 132, chi pone in essere le condotte di finanziamento previste dall'art. 106 del medesimo D.Lgs., inserendosi nel libero mercato e sottraendosi ai controlli di legge, purché l'attività, anche se in concreto realizzata per una cerchia ristretta di destinatari, sia rivolta ad un numero potenzialmente illimitato di soggetti e sia svolta professionalmente, ovvero in modo continuativo e non occasionale, non essendo invece necessario il perseguimento di uno scopo di lucro o, comunque, di un obiettivo di economicità» (Cass. Pen., sez. V, 16 dicembre 2016, n. 18317); «Commette il reato di esercizio abusivo di attività finanziaria, a norma del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, art. 132, chi pone in essere le condotte previste dall'art. 106 del medesimo D.Lgs., inserendosi nel libero mercato e sottraendosi ai controlli di legge, purché l'attività, anche se in concreto realizzata per una cerchia ristretta di soggetti, sia rivolta ad un numero potenzialmente illimitato» (Cass. Pen., sez. II, 16 dicembre 2015, n. 10795; Cass. Pen., sez. II, 19 settembre 2013, n. 41142); «Integra il delitto di esercizio abusivo di attività finanziaria previsto dal D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 132, lo svolgimento verso una platea indeterminata di soggetti

nozione (i) di “pubblico”, confermandone gli esiti, nel senso che, quindi «la destinazione al pubblico dell'attività finanziaria ricorre allorquando l'attività, anche se in concreto destinata ad una cerchia ristretta di persone, sia rivolta ad un numero potenzialmente illimitato di soggetti»⁶; e di (ii) “professionalità”, riconducibile alla modalità di esercizio dell'attività in via continuativa e non occasionale, non essendo invece necessario il perseguimento di uno scopo di lucro o, comunque, di un obiettivo di economicità.

2. Ricostruzione morfologica e funzionale della riserva di attività ex art. 106 TUB: riserva all'“attività finanziaria” o all'“esercizio pubblico” di quella?

Al fine di impostare utilmente l'analisi che ci apprestiamo a svolgere, non apparirà un esercizio pedante quello di partire da una ricostruzione dei tratti morfologici e funzionali dell'oggetto specifico della riserva di attività che la Corte conferma violata nel caso sottoposto al suo esame, essendo esso chiaramente descritto nell'art. 106 del TUB in termini di «esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti» e, corrispondentemente, nell'art. 132 TUB, come «svolgimento», «nei confronti del pubblico» delle «attività finanziarie previste dall'art. 106». Emerge chiaro dal dettato della

dell'attività di finanziamento, attraverso la monetizzazione di titoli di credito» (Cass. Pen., sez. VI, 20 giugno 2012, n. 36759; «Ai fini dell'integrazione del reato di esercizio abusivo di attività finanziaria (D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 132) è necessario che l'attività di erogazione di prestiti e finanziamenti sia svolta nei confronti del pubblico, da intendersi, in senso non quantitativo, ma qualitativo come rivolta ad un numero non determinato di soggetti» (Cass. Pen., sez. V, 16 settembre 2009, n. 2404); «Ai fini della configurabilità del reato di cui all'art. 132 del T.U. bancario emanato con D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, è qualificabile come abusivo esercizio di un'attività finanziaria anche la condotta posta in essere da un soggetto il quale abitualmente eroghi ad un numero indeterminato di persone (nella specie, clienti di un supermercato gestito dalla moglie) somme di danaro a fronte della cessione di assegni e cambiali» (Cass. Pen., sez. V, 06 febbraio 2007, n. 10189).

⁶ A tal riguardo, rileva la Corte come «sotto il profilo della destinazione al pubblico dell'attività, del resto, il requisito risulta inequivocabilmente integrato dalla vastità dell'attività finanziaria svolta, mediante concessione di finanziamenti per oltre 30 milioni di Euro, erogati mediante dieci operazioni nell'arco di tempo tra il maggio 2006 ed il gennaio 2008, secondo un *modus* operandi riproducibile in una pluralità indeterminata di futuri rapporti di credito».

norma, come oggetto della riserva sia qui, dunque, l’“esercizio” nei confronti del pubblico (che, continua la norma, «è riservato agli intermediari finanziari autorizzati») e non quindi e tanto “l’attività” di concessione di finanziamenti di per sé e in quanto tale⁷.

Sin dalla lettura della locuzione «esercizio nei confronti del pubblico dell’attività di concessione di finanziamenti», risulta allora ben osservabile una natura esterna, relazionale, della condotta considerata che rileverà, infatti e in particolare, laddove essa risulti svolta a favore del “pubblico”; nozione questa che – per la sua ampiezza, come vedremo – tende oggi a coincidere con la nozione stessa di “mercato”. In tal senso, parrebbe dunque corretto attribuire un rilievo regolatorio centrale alla dimensione fattuale, materiale e diretta dell’esercizio nei confronti del pubblico, di quella attività finanziaria, nel momento cioè del suo manifestarsi verso l’esterno, verso il “pubblico” appunto, da parte di “chi”, dunque, si sia effettivamente trovato nella posizione “liminale” per interfacciarsi con esso; e ciò anche senza voler necessariamente relegare questo elemento alla sua dimensione strettamente negoziale, come invece paiono fare le difese degli imputati che così si espongono alla censura della Corte di adagiarsi su una lettura troppo formalistica della norma. Questo elemento della “esternalizzazione sul mercato” dell’attività riservata appare comune a molte delle attività riservate in ambito finanziario: oltre alla “concessione di finanziamenti”, questa stessa dimensione fattuale, esterna, appare comune, ad esempio, anche all’attività di “sollecitazione”, di “raccolta del risparmio”, di “collocamento di strumenti finanziari”, di “offerta fuori sede”, di “distribuzione a distanza”, di “raccolta *online* (*crowdfunding*)”, etc.; tutte situazioni infatti poi ulteriormente qualificate dall’esser svolte nei confronti del “pubblico” (nella – variabile – ampiezza riconosciuta sempre a tale nozione), ad ulteriore sottolineatura della centralità – nelle sottese istanze regolatorie – dell’elemento della manifestazione esteriore di

⁷ Si osservi che, come detto, anche la Corte tenda ad individuare quali elementi costitutivi della fattispecie incriminatrice “due momenti” distinti e, quindi, logicamente non sovrappontenti o assorbenti l’uno dell’altro e cioè: (i) «lo svolgimento dell’attività nei confronti del pubblico» e (ii) “l’esercizio delle attività finanziarie previste dal D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 106», (v. par. 5.3.2. della sentenza) salvo però – come vedremo – concentrare la sua analisi solo sul secondo momento.

quell'attività sul “mercato”, *vis-a-vis* i soggetti oblati, diretti beneficiari, quindi, del regime di protezione disegnato dal legislatore.

Con riferimento all'individuazione dell'ambito di operatività di tali riserve che paiono così descrivibili in termini di “rilevanza esterna”, non parrebbero dunque – perlomeno a prima vista – poter assumere alcun rilievo – ai fini descrittivi di quella che deve ritenersi l'essenza dell'attività sottoposta a riserva – i profili sottostanti, retrostanti o propedeutici di quella; nel caso di specie, dunque, al fine di ritenere cosa debba intendersi per “esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti” non pare poter assumere alcuna valenza, la considerazione delle modalità con cui possa essere strutturata l'attività e, in particolare, le modalità con le quali sia avvenuta la raccolta della provvista, così come il profilo dell'incidenza del relativo rischio di credito. Elementi “interni”, che paiono prescindere del tutto dall'ambito qui oggetto di considerazione che, appunto, pare arrestarsi sulla soglia liminale tra l'articolazione interna del fenomeno e la sua manifestazione esterna.

3. Ricostruzione dell'origine e della ratio della “riserva di attività” ex art. 106 TUB e della connessa fattispecie di abusivismo finanziario ex art. 132 TUB; in particolare, le finalità di prevenzione e contrasto dei fenomeni di riciclaggio

Alla luce dell'impostazione analitica da noi sopra accolta nel precedente paragrafo in merito alla ricostruzione dell'ambito di operatività della riserva di attività finanziaria *ex art. 106 TUB* – che, occorre sottolineare, non è di derivazione europea, essendo in molti paesi europei attività di per sé “libera”, perlopiù quando non accompagnata dalla “raccolta del risparmio”, dandosi luogo allora ad attività “bancaria” riservata - occorre sgombrare subito il campo da quello che pare un possibile errore di prospettiva nel quale si potrebbe essere indotti a cadere e che pare intravedersi in alcune difese dei ricorrenti; l'aver riconosciuto che l'ambito della riserva è tipicamente individuabile con riferimento ad attività che si manifestino esternamente sul mercato (in diretto contatto con il pubblico) non può certo voler dire che i profili oggetto di attenzione da parte del legislatore/regolatore (il contenuto della regolazione) debbano limitarsi a e concentrarsi esclusivamente sulla fase della esternalizzazione

dell'attività (e quindi, in particolare sull'elemento negoziale e di contatto con i "clienti"), con riguardo, dunque, all'imposizione di norme comportamentali a tutela diretta della correttezza delle condotte così messe in atto sul mercato (e quindi, regole di trasparenza, forma dei contratti, adempimenti antiriciclaggio, etc.). La valenza "pubblica" dell'attività giustifica la riserva, al fine di garantire che quella attività venga svolta solo da soggetti appositamente "autorizzati" e dunque "vigilati" e ciò a presidio non solo della correttezza e legalità della condotta da essi direttamente adottata sul mercato ma anche della loro affidabilità e stabilità e quindi del fatto che la loro gestione risponda a canoni di sana e prudente gestione; tali ultimi obiettivi rispondendo, non meno, alle istanze regolatorie (*ratio*) sottese alla riserva⁸.

Sotto un profilo normativo, la riserva in questione deve allora inquadrarsi – perlomeno nel nostro ordinamento, diversamente anche da altri Stati Membri dell'Unione Europea - nell'ambito delle istanze regolatorie d'ordine generale, statuite dalla "norma manifesto" di cui all'art. 5 del TUB, (*Finalità e destinatari della vigilanza*), in base alla quale «1. Le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza a esse attribuiti dal presente decreto legislativo, avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia. 2. La vigilanza si esercita nei confronti delle banche, dei gruppi bancari, degli intermediari finanziari, degli istituti di moneta elettronica e degli istituti di pagamento...».

Il contenuto specifico dell'intervento di vigilanza sui soggetti che esercitano l'attività finanziaria riservata qui oggetto di considerazione, è poi ulteriormente specificato dall'art. 108 TUB laddove si chiarisce come, con riguardo agli intermediari finanziari, «la Banca d'Italia

⁸ In tal senso, cfr. Cass. Pen., sez. V, 12 novembre 2009, n. 7986, ove l'oggetto di tutela viene individuato nell'affidamento dei fruitori nella serietà, nella trasparenza e nella professionalità degli intermediari; l'uguaglianza e la corretta concorrenza tra gli operatori; la stabilità e la trasparenza del mercato finanziario; in dottrina cfr. M. CARDILLO, *La nuova legge bancaria*, P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI (a cura di), Milano, 1996, 1685. Per una impostazione generale, si vedano inoltre V. LEMMA, *La riforma degli intermediari finanziari non bancari nella prospettiva di Basilea III*, in *Rivista elettronica di diritto, economia e management*, 2011, 186 oltreché F. CAPRIGLIONE e V. LEMMA, sub art. 106, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 2018, 1575.

emana disposizioni di carattere generale aventi a oggetto: il governo societario, l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni e i sistemi di remunerazione e incentivazione nonché l'informativa da rendere al pubblico sulle predette materie»; c.d. "vigilanza equivalente" (alle banche)⁹ chiaramente ispirata da una iniziale volontà di contrasto del fenomeno dello *shadow banking*.

Ciò chiarito, andando all'origine dell'apparato di repressione penale sull'attività finanziaria abusiva di cui all'art. 132 TUB il quale può farsi risalire alla legge antiriciclaggio del 5 luglio 1991, n. 197 – ad ulteriore conferma della ricostruzione sopra proposta circa la valenza esterna¹⁰ della riserva di attività – risulta assai significativa la circostanza che sin dall'inizio furono previste due distinte fattispecie di abusivismo finanziario: una nei confronti del pubblico; l'altra, non nei confronti del pubblico; la prima fattispecie, a seguito delle modifiche intervenute con il c.d. Decreto Eurosim nel 1996, mantenne il rango di delitto penalmente sanzionato, mentre la seconda venne derubricata a mera contravvenzione depenalizzata. La dottrina¹¹ ha sempre individuato nelle due fattispecie due distinti oggetti di tutela; nel primo caso il regolare funzionamento del mercato mentre, nel secondo il corretto esercizio dell'attività in sé.

Tra i passaggi della sentenza che si incentrano sulla ricostruzione della *ratio* sottesa alla norma incriminatrice, deve segnalarsi, in particolare, quello in cui la Corte rileva a tal proposito come «essendo la fattispecie penale posta a tutela della funzione di controllo delle attività finanziarie, ne consegue che gli interessi sottesi all'iscrizione

⁹ Banca d'Italia, Documento per la consultazione Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, luglio 2014, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2014/disp-vig-2/DC.pd>. Per una valutazione critica dell'ampio spettro di vigilanza "equivalente" a cui sono stati sottoposti gli intermediari finanziari cfr. A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, 114.

¹⁰ E correttamente intendendo allora la dimensione dell'"esternalizzazione", come funzionale all'identificazione dell'ambito specifico di suo intervento e non invece al contenuto dell'intervento regolatorio che essa giustifica e presuppone.

¹¹ Cfr. F. SFORZA, sub art. 132, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 2001, 1009; G. IERMANO, *Commento all'art. 64, comma 23, del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, M. CAMPOBASSO (a cura di), in *l'EUROSIM*, Milano, 1997, 447.

nell'albo degli intermediari finanziari (D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 106) ed all'autorizzazione della Banca d'Italia (D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 107) concernono *il controllo preventivo e la vigilanza sulle attività creditizie e di finanziamento, l'esercizio regolare delle attività bancarie e dei servizi di finanziamento, l'ostacolo alla penetrazione, nel mercato creditizio e finanziario, di capitali di provenienza illecita*. E tali interessi, sottesi alla tutela penale della funzione di controllo e vigilanza, sono suscettibili di compromissione ed offesa, attingendo la soglia del pericolo astratto, anche allorquando le attività finanziarie svolte, in assenza degli atti amministrativi ampliativi della situazione giuridica, siano esercitate indirettamente, mediante lo *'schermo' formale* di una banca italiana cui venga conferito un mandato senza rappresentanza. In caso contrario, la formale (o apparente) assenza di rapporto contrattuale con i terzi finanziati potrebbe costituire comodo *escamotage* per svolgere attività, ad esempio, di *riciclaggio di proventi* illeciti, attraverso schermi giuridici che non rientrerebbero neppure tra i soggetti suscettibili di richiedere e ottenere l'autorizzazione della Banca d'Italia ai sensi del D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 107» (evidenze aggiunte).

Come si vede, una particolare enfasi viene qui posta dalla Corte sulle esigenze di repressione dell'«economia criminale» e quindi sulle esigenze di prevenzione e controllo rispetto al rischio di penetrazione, nel «mercato creditizio e finanziario», di capitali di provenienza illecita; il riciclaggio di proventi illeciti. Che tali debbano ricostruirsi come l'origine storica e la *ratio* del presidio penalistico della riserva di attività finanziaria, è sicuramente vero¹². Ma allora, non traspare affatto chiaro il motivo per cui questa esigenza possa ritenersi sottesa alla censura operata dalla Corte nel caso in esame, con riguardo quindi alla particolare ipotesi ricostruttiva da essa adottata e oggetto di indagine in appresso; quella cioè di un presunto esercizio abusivo di attività finanziaria, in quanto asseritamente svolto «indirettamente» da un soggetto non autorizzato e vigilato... per il tramite però di un soggetto

¹² In tal senso, in dottrina v. G. LOSAPPIO, sub art. 132, in *Comm. t.u.b. Porzio*, Milano, 2010, 1206. Sempre il medesimo autore affronta lo stesso argomento in G. LOSAPPIO, *La repressione penale dell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, dell'attività bancaria e di intermediazione finanziaria del T.U. (artt. 130; 131 e 132)*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria*, BELLI, CONTENTO, PATRONI GRIFFI, PORZIO e SANTORO (a cura di), Bologna, 2003, 2201.

“intermediario” vigilato e autorizzato! E infatti, in un tale schema operativo, (anche) le esigenze di prevenzione di fenomeni di riciclaggio presidiate dalla norma penale, risultano essere già efficacemente garantite (proprio) dall’intervento – a valle, sul mercato – di un soggetto vigilato (una banca autorizzata ad operare in Italia) che sia garante del rispetto dei canoni di correttezza e legalità che la norma persegue, affinché possa dunque escludersi che vengano immessi nel mercato capitali illeciti¹³. Emerge dunque come la dimensione oggetto di considerazione e di tutela “ultima” sia, nell’ambito dell’art. 106 TUB, quella “esterna” del mercato¹⁴, non parendo certo che, per tale, possa intendersi anche il c.d. “mercato interbancario” nel quale gli intermediari autorizzati raccolgono la provvista da impiegare poi sul mercato creditizio e finanziario; certamente anche questa attività di articolazione interna dell’operatività bancaria (l’attività di raccolta e di relazioni inter-bancarie¹⁵), dovrà svolgersi nel rigoroso rispetto di

¹³ L’art. 1 della legge 197/91 prevedeva infatti, come primo e principale pilastro della strategia di controllo e repressione del riciclaggio, quello della “canalizzazione bancaria” delle operazioni tramite, esclusivamente, *intermediari abilitati*; in tale senso, per tutti v. D. MASCIANDARO, *Criminalità e intermediazione finanziaria*, Roma-Milano, 1997, 121 ss.

¹⁴ In tal senso, in dottrina, v. ad es. F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, 544 ove si sottolinea come l’esigenza di sottoporre a vigilanza gli “intermediari finanziari” sia giustificata – *inter alia* – da «l’esigenza di evitare che attraverso queste società possano transitare o addirittura svilupparsi trasferimenti di valori o somme di provenienza illecita».

¹⁵ Questa prospettiva “interna” di *compliance* con la disciplina antiriciclaggio nell’articolazione dell’attività bancaria – come tale rimessa ad un apparato normativo del tutto diverso da quello dell’art. 106 TUB – risulta ben chiara nell’impostazione che può cogliersi nelle *FATF Recommendations, International standards on combating money laundering and the financing of terrorism & proliferation*, ottobre 2018, dove, *inter alia*, specifica attenzione viene proprio posta, nel par. 13 delle *misure di prevenzione*, all’operatività di *Correspondent banking*, prevedendosi che: «*Financial institutions should be required, in relation to cross-border correspondent banking and other similar relationships, in addition to performing normal customer due diligence measures, to: (a) gather sufficient information about a respondent institution to understand fully the nature of the respondent’s business and to determine from publicly available information the reputation of the institution and the quality of supervision, including whether it has been subject to a money laundering or terrorist financing investigation or regulatory action; (b) assess the respondent institution’s AML/CFT controls; (c) obtain approval from senior management before establishing new correspondent relationships; (d) clearly understand the respective*

presidi organizzativi e comportamentali di vigilanza bancaria – anche, ovviamente, di natura antiriciclaggio¹⁶ – che però paiono del tutto diversi ed estranei rispetto all’ambito di operatività della tutela approntata dal combinato disposto degli artt. 106 e 132 TUB.

responsibilities of each institution; and (e) with respect to ‘payable-through accounts’, be satisfied that the respondent bank has conducted CDD on the customers having direct access to accounts of the correspondent bank, and that it is able to provide relevant CDD information upon request to the correspondent bank. Financial institutions should be prohibited from entering into, or continuing, a correspondent banking relationship with shell banks. Financial institutions should be required to satisfy themselves that respondent institutions do not permit their accounts to be used by shell banks»

¹⁶ Si veda in particolare il Provvedimento emanato dalla Banca d’Italia in data 10 marzo 2011 «recante disposizioni attuative in materia di organizzazione, procedure e controlli interni volti a prevenire l’utilizzo degli intermediari e degli altri soggetti che svolgono attività finanziaria a fini di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, ai sensi dell’art. 7 comma 2 del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231», dove *inter alia* può leggersi come «Lo sviluppo dei mercati finanziari, le innovazioni tecnologiche e finanziarie e la globalizzazione hanno ampliato il campo d’azione e gli strumenti a disposizione dei soggetti che intendono realizzare fatti di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo. Conseguentemente, gli intermediari devono fronteggiare crescenti rischi legali e reputazionali derivanti dal possibile coinvolgimento in operazioni illecite. Ai fini di un corretto adempimento dei suddetti obblighi e di un efficace governo dei rischi è indispensabile la predisposizione di adeguati presidi organizzativi, la cui articolazione va modulata alla luce delle specificità dell’attività svolta dai destinatari della disciplina e delle relative dimensioni organizzative e caratteristiche operative». Particolare enfasi viene dunque posta su gli assetti organizzativi a salvaguardia dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, chiarendosi come «La presente disciplina si inserisce nel solco della crescente attenzione alle tematiche organizzative e di controllo interno che caratterizza la regolamentazione di vigilanza, nel presupposto che efficaci assetti organizzativi e di governo costituiscono condizione essenziale per prevenire e mitigare i fattori di rischio aziendali. In linea con le disposizioni volte a rafforzare la gestione del rischio di non conformità (compliance), la presente normativa mira a introdurre presidi specifici per il controllo del rischio di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, richiedendo agli intermediari risorse, procedure, funzioni organizzative chiaramente individuate e adeguatamente specializzate.». Con specifico riguardo all’assetto dei presidi antiriciclaggio si rileva come «I destinatari delle presenti disposizioni si dotano di un assetto organizzativo, di procedure operative e di sistemi informativi che - tenuto conto della natura, della dimensione e della complessità dell’attività svolta nonché della tipologia e della gamma dei servizi prestati - siano comunque in grado di garantire l’osservanza delle norme di legge e regolamentari previste in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo».

Anche qui – ed anzi in particolare qui, in relazione alla disciplina AML – deve rilevarsi come quello adottato nel caso in esame possa invece (paradossalmente?) apparire come il modello di intervento “virtuoso” e più efficiente, pervenendosi in virtù di esso al risultato di canalizzare effettivamente le attività finanziarie proprio su intermediari bancari e finanziari altamente vigilati, primariamente in relazione a questa sottostante *ratio* di prevenzione e contrasto dei fenomeni di riciclaggio¹⁷. Non si vede dunque perché lo schema operativo in esame, nella valutazione della Corte, «potrebbe costituire comodo *escamotage* per svolgere attività, ad esempio, di *riciclaggio di proventi illeciti*» (evidenze aggiunte).

In definitiva, l’analisi dell’origine e della *ratio* della norma (art. 106 TUB) sembrano ben confermare l’impostazione analitica sopra suggerita che individua l’ambito di applicazione della riserva, focalizzandosi nel momento di esternalizzazione sul “mercato, nei confronti del pubblico”, dell’attività finanziaria. Peraltro, risulterebbe certamente paradossale (e qui sì definibile alla stregua di un “comodo *escamotage*” per eludere la riserva) arrivare a sostenere – portando ad estreme conseguenze il ragionamento che volesse invece individuare nell’ordinante/*Credit Support Provider* in vero “finanziatore” – che

¹⁷ L’approccio regolatorio adottato nel c.d. *Risk Based Approach (RBA)* adottato nella legislazione europea antiriciclaggio e incentrato sul ruolo degli intermediari finanziari (*FIs*), è ben descritto in L. DALLA PELLEGRINA e D. MASCIANDARO, *The Risk Based Approach in the New European Anti-Money Laundering Legislation: A Law and Economics View*, in “Paolo Baffi” Centre Research Paper, 2008, 22, dove può leggersi come «Under a RBA the legislator delegates to the FIs both the design and the implementation of a model of AML controls, which will be monitored and assessed by the regulators. The aim of the regulation is thus to elicit a high level of outcome in terms of AML effectiveness from self-interested FIs who possess private information». Si rinvia inoltre a L. BORLINI, *EU Anti-money Laundering Regime: An Assessment within International*, in “Paolo Baffi” Centre Research Paper Series, 2012, 125, ove può leggersi come «Consistently with the European Directives, the scenario depicted by the new AML law features greater involvement of financial intermediaries compared to the past, based on the RBA model that has been well received and adopted internationally. The intermediaries have many tasks which are to be executed as per the legal framework, and they are asked to collaborate with the authorities to repress criminal activity. Given the scope of such duties, it is safe to state that the activity of the intermediaries has progressively come to be defined through normative evolution based on a ML prevention model that basically calls for collaboration with the appropriate authorities».

nell'ipotesi in cui quest'ultimo (in ipotesi una banca autorizzata) interponesse a sé, nel rapporto verso il mercato, un soggetto non autorizzato (e non, come nel nostro caso, una banca), quest'ultimo non violerebbe la riserva, non essendo lui il "vero finanziatore" ma un mero interposto (fittizio o reale) di un soggetto autorizzato! Evidentemente, la *ratio* della riserva, posta a garanzia della correttezza, affidabilità e stabilità di chi opera sul mercato, in contatto diretto col pubblico, impone di applicarla a chiunque si trovi in quella posizione e ciò, quindi, anche se lo faccia come interposto reale, (e allora anche meramente fittizio), di un altro soggetto "retrostante" che pur fosse a ciò debitamente autorizzato.

L'aver così inquadrato l'origine e la *ratio* sottesa al regime di riserva disegnato dal legislatore per l'attività finanziaria, tornerà utile nel prosieguo dell'analisi come banco di prova per testare la correttezza delle opzioni analitiche a cui perverremo nella ricostruzione e qualificazione giuridica del *modus operandi* in esame.

4. *Analisi della fattispecie incriminatrice. La "impertinenza" analitica della dicotomia "forma/sostanza"*

Afferma la Corte come «la dicotomia *forma/sostanza*, su cui alcuni ricorrenti hanno posto l'accento per lamentare un'interpretazione analogica in *malam partem* della norma incriminatrice, e, in particolare, della nozione di 'concessione di finanziamenti', *non appare pertinente*» (enfasi aggiunta).

Calando l'impostazione analitica sopra riferita nel caso in esame, la Corte ritiene dunque come non rilevi «che, in diritto, la regolamentazione giuridica dei rapporti tra IBS, CR e terzi finanziati sia stata articolata sulla base dello schema del mandato senza rappresentanza, al fine di rendere giuridicamente impermeabili – sebbene, come si è rilevato, non in toto – i rapporti tra IBS e CR, da un lato, e CR e terzi mutuatari, dall'altro; ciò che rileva, ai fini dell'integrazione della fattispecie penale, è che, in fatto, sulla base di molteplici indici sintomatici accertati, con apprezzamento immune da censure di illogicità e dunque insindacabile, sia emerso che IBS partecipava direttamente alle operazioni di finanziamento con CR, valutando il merito creditorio dei clienti, e riservandosi poteri di ingerenza nella fase attuativa del rapporto di finanziamento, che

escludevano una riconducibilità dell'attività finanziaria alla sola banca italiana. Anche perché, pur assumendo CR il ruolo formale di banca 'capofila', la stessa banca italiana non assumeva, altresì, il rischio economico maggiore, come di regola nelle operazioni di finanziamento in *pool*, che veniva invece assunto da IBS, che erogava la maggior parte delle somme finanziate».

Deve condividersi – a nostro avviso – la critica d'ordine analitico così avanzata dalla Corte; ed effettivamente risulta mal posta la questione in termini di dicotomia forma/sostanza, quale appare utilmente impiegabile in ben altre situazioni giuridiche. Nell'ambito qui indagato, viceversa, un tale approccio normativo pare sterile e comunque, «non pertinente»; ad avviso della Corte, «l'oggetto dell'accertamento giurisdizionale, infatti, per restare nell'ambito delle dicotomie concettuali, appare più propriamente definibile sulla base della dicotomia fatto/diritto: il compito del giudice penale, anche con riferimento alle norme incriminatrici in rapporto di accessorialità con gli altri rami dell'ordinamento (come nei classici esempi del furto, dell'appropriazione indebita, dell'abuso d'ufficio, della corruzione), è quello di accertare il fatto, e la sua corrispondenza alla fattispecie di reato contestata, senza che possa ritenersi assorbente ed esclusiva la qualificazione giuridica (il diritto) attribuita dall'agente al fatto.».

È cioè evidente che, al fine di combattere fenomeni di abusivismo in relazione ad un'attività che si voglia riservare solo a determinati soggetti da sottoporre a vigilanza, in virtù della sua intrinseca delicatezza, appare necessario descrivere innanzitutto quell'attività in termini generali e, come detto, morfologici¹⁸, al fine quindi di poter ritenere riservata “qualsiasi forma” con cui quella stessa attività (considerata allora nella sua “sostanza”) possa risultare effettivamente svolta e, successivamente, di individuare i soggetti espressamente autorizzati ad esercitarla. Il limite di una tecnica legislativa che venisse interpretata in senso “formalistico” è stato ben colto e censurato dalla quella giurisprudenza che, occupandosi di abusivismo finanziario, nel tentativo di ricostruire i requisiti qualificanti della fattispecie criminosa sottoposta al suo esame, osservava come «la necessità dei predetti

¹⁸ Mi sia consentito rinviare a P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le sicaf: luci e ombre*, in Riv. soc., II-III, 2014, 449 ss.

requisiti non è, a ben vedere, dettata *ex professo* dalla norma incriminatrice, la cui redazione è ispirata alla discutibile tecnica, diffusa nel settore del diritto penale economico, di incriminazione per rinvio, e cioè mediante la rinuncia a descrivere compiutamente l'essenza della condotta vietata e l'introduzione di una fattispecie sanzionatoria di precetti contenuti altrove, in norme di stampo più prettamente civilistico/amministrativistico»¹⁹.

5. *(Ma allora), l'inversione logica nell'applicazione del consolidato orientamento giurisprudenziale in materia di abusivismo finanziario?*

Ben chiarito quanto sopra da parte della stessa Suprema Corte, balza però subito all'occhio quella che potrebbe apparire una inversione logica nelle conclusioni a cui essa poi perviene nel caso di specie, rispetto a quelle a cui la stessa Corte di Cassazione era sinora pervenuta nell'elaborazione del suo tradizionale e consolidato orientamento in tema di "abusivismo finanziario". Ed effettivamente è affermazione ben consolidata in giurisprudenza²⁰ (oltretutto in dottrina²¹) quella che nella ricostruzione delle fattispecie di abusivismo finanziario si debba

¹⁹ Cass. Pen., sez. V, 29 maggio 2013, n. 27246. Si osservi come il reato di cui all'art. 166 TUF è fattispecie che pare richiedere un dolo generico consistente nella coscienza e consapevolezza di svolgere una attività riservata in violazione della norma incriminatrice, con la consapevolezza di non esserne autorizzato. Proprio la citata tecnica normativa del rinvio a precetti "esterni" di natura civilistica o amministrativa – in assenza quindi di una descrizione più puntuale della condotta penalmente rilevante – potrebbe incidere sull'elemento del dolo, lasciando spazio alla disciplina dell'errore, *ex art. 47 c.p.*, stante l'alto contenuto tecnico e specialistico della disciplina richiamata per rinvio. Similmente potrebbe forse dirsi con riguardo all'errore – in via generale non scusabile – sul precetto, *ex art. 5 c.p.*, ove questo possa ritenersi "inevitabile" (v. Consulta, sentenza n. 364/1988), circostanza però di difficile verifica ove l'attività risulti svolta con carattere di professionalità (v. ancora Cass. Pen., sez. V, 29 maggio 2013, n. 27246).

²⁰ Cfr. Cass. Pen., sez. II, 04 aprile 2018, n. 33750; Cass. Pen., sez. II, 28 aprile 2017, n. 46501; Cass. Pen., sez. V, 16 dicembre 2016, n. 18317; Cass. Pen., sez. II, 16 dicembre 2015, n. 10795; Cass. Pen., sez. II, 13 marzo 2013, n. 17074; Cass. Pen., sez. V, 12 novembre 2009, n. 7986; Cass. Pen., sez. V, 12 novembre 2009, n. 7986; Cass. Pen., sez. V, 06 febbraio 2007, n. 10189.

²¹ Cfr. LOSAPPIO, *sub art. 132, cit.*, 1203-1204. Sempre il medesimo autore affronta lo stesso argomento in LOSAPPIO, *La repressione penale dell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, dell'attività bancaria e di intermediazione finanziaria del T.U. (artt. 130; 131 e 132), cit.*, 2174-2715.

adottare – qui sì – un approccio di tipo sostanzialistico e non formalistico, avendo riguardo al contenuto concreto e agli effetti delle condotte messe in atto sul mercato da un soggetto “non autorizzato”, al fine di valutare se, in base a quelle, egli abbia violato una riserva; in tal senso, a prescindere dagli schemi formali o negoziali adottati dal soggetto “non autorizzato” in questione, occorrerà allora valutare se l’attività da quest’ultimo svolta, consista – nella sostanza – in una “riservata” e ciò, quindi, a prescindere da “qualsiasi forma” in cui essa possa risultare esser stata svolta. In questa tradizionale prospettiva analitica finalizzata a intercettare fenomeni di abusivismo finanziario, l’attenzione è dunque sempre ed esclusivamente volta a ricostruire, descrivere e qualificare nei suoi tratti “sostanziali”, una condotta fattuale esternamente manifestata nei confronti del pubblico da parte di un soggetto che non risulti “autorizzato” e che appaia “ambigua” nella forma, al fine di ricondurla alla fattispecie tipica oggetto di riserva.

Con particolare riferimento alla riserva finanziaria in esame, può in particolare notarsi come la classica locuzione “sotto qualsiasi forma” deve riferirsi allora qui, evidentemente, alla dimensione, per natura “esterna” che può assumere l’attività di concessione di finanziamenti nella fase di sua esternalizzazione sul mercato. E in tal senso, occorrerà allora valutare se, a prescindere dagli schemi negoziali utilizzati e dalla qualificazione datane dalle parti, non si sia messa in atto una situazione di fatto e/o di diritto che integri, “nella sostanza”, una facilitazione di tipo creditizio. Ciò che sta dietro o prima di tale esternalizzazione pare sfuggire del tutto a questo approccio regolatorio, non attenendo chiaramente alla “forma”, per natura esterna, dell’attività ma semmai alle sue modalità di strutturazione “interna”. E tale prospettiva emerge peraltro benissimo dalla stessa consolidata giurisprudenza citata proprio dalla Corte dove l’attività abusiva viene tratteggiata come quella di «chi pone in essere le condotte previste dall’art. 106 del medesimo D.Lgs., *inserendosi nel libero mercato* e sottraendosi ai controlli di legge»²² (evidenze aggiunte).

Ma se così è, allora nel caso in esame due aspetti appaiono inequivoci; (i) l’attività esternalizzata nei confronti del pubblico è qui

²² “In diretto contatto” col pubblico; in tal senso v. Cass. Pen., sez. II, 04 aprile 2018, n. 33750; Cass. Pen., sez. II, 16 dicembre 2015, n. 10795; Cass. Pen., sez. V, 12 novembre 2009, n. 7986; Cass. Pen., sez. V, 12 novembre 2009, n. 7986; Cass. Pen., sez. V, del 16 dicembre 2016, n. 18317.

inequivocabilmente una attività di “concessione di finanziamenti”; (ii) il soggetto che ha “esercitato” (o svolto) tale attività sul “mercato” era, altrettanto inequivocabilmente e chiaramente, una banca autorizzata a esercitarla (o svolgerla) in Italia. Da questo punto di vista, riformulando un classico “adagio” riferito ad un contiguo, più generale, fenomeno finanziario, potrebbe allora dirsi che – perlomeno in questa prospettiva analitica – “finanziatore è chi finanziatore fa (e appare)”²³.

Non sembra dunque a prima vista osservabile alcuna violazione della riserva e non del tutto convincente, appare allora la scelta della Corte di inserirsi, al fine del suo discorso giuridico, nel solco di quel consolidato orientamento giurisprudenziale finalizzato tradizionalmente ad un ben diverso obiettivo; altra e diversa dovrà essere allora l’impostazione analitica da adottarsi.

6. *La pertinenza analitica della dicotomia “diretto/indiretto”?*

Alla luce di quanto sopra, apparirà allora più chiaro come la vicenda esaminata, più che ricorrendo alla non pertinente dicotomia “forma/sostanza” debba qui (semmai?) inquadrarsi alla luce della dicotomia analitica “diretto/indiretto”, riferendola dunque alle “modalità” di “esercizio nei confronti del pubblico” dell’attività; “modalità” (interne) quindi, non “forme” (esterne); e in tal senso ci pare dunque che, di per sé, con la locuzione “sotto qualsiasi forma” non ci si possa affatto riferire anche alle “modalità” (interne) di organizzazione dell’attività, manifestabile poi all’esterno con le più svariate “forme”²⁴.

Al di là delle formule, la stessa Corte sembra correttamente cogliere e sottolineare la diversa prospettiva analitica che occorre qui adottare, quando rileva come non si tratti tanto di valutare quale sia il contenuto “sostanziale” (o “formale”) dell’attività svolta, per valutare se essa debba ritenersi riservata (profilo qui inequivoco) ma semmai, quello di valutare la possibilità e, quindi, la legittimità dell’esercizio in via “indiretta” di quella; e in tal senso, le situazioni che la Corte richiama

²³ *Money is what money does*, secondo il noto brocardo di F.A. WALKER.

²⁴ Tale distinzione non appare però valorizzata dalla Corte che, nel ricostruire il contenuto della riserva accede ad una interpretazione della locuzione «attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma», nel senso che verrebbero così attratte «nell’alveo delle attività finanziarie sottoposte a controllo anche quelle svolte, sotto il profilo negoziale, indirettamente».

sono qui infatti quelle della “schermatura” e dell’“interposizione (fittizia)”.

Il tema è allora quello – ben diverso da quello considerato nel “tradizionale” orientamento giurisprudenziale richiamato nel paragrafo precedente – della possibilità di configurare un “esercizio nei confronti del pubblico” dell’attività di concessione di finanziamenti in via “indiretta”, o “per interposta persona”: situazione questa che risulta (allora, forse, non a caso) ben poco frequentata nella giurisprudenza, non potendosi affatto ricostruire questa “modalità” come una di quelle classicamente riconducibili a fattispecie di abusivismo finanziario. E questo perché, come già detto, tale fattispecie pare a noi di per sé estranea allo spettro di intervento della tutela penale in questo ambito – avendo essa a che fare con un profilo di forme esterne da poter ricondurre alla “sostanza” del fenomeno e non tanto con un profilo eminentemente “interno”, organizzativo dell’attività – che come tale sfugge (perlomeno normalmente) alla verifica, non rilevando ai fini degli interessi tutelati e della *ratio* specifica della disciplina di riserva qui analizzata. Potendo semmai rilevare, questi profili, ad altri fini e in altri ambiti disciplinari e di vigilanza (controllo dell’immissione di flussi illeciti di capitali in fase di raccolta da parte degli intermediari bancari e finanziari; requisiti prudenziali degli intermediari; stabilità monetaria; fiscalità etc.).

Si può osservare a tal riguardo come uno dei pochi precedenti giurisprudenziali²⁵ tra quelli citati dalla Corte che risulti aver analizzato espressamente l’ipotesi dell’esercizio in via “indiretta” di una attività finanziaria riservata, non sia affatto intervenuto a censurare appunto la “modalità” di organizzazione “interna” della raccolta della provvista, ma il connesso – e colà certamente censurabile – *modus operandi* nel quale il soggetto ritenuto, proprio per ciò, essere il “finanziatore”, interagiva direttamente ed esternamente col “pubblico”, rilasciando fideiussioni (attività assimilata normativamente alla concessione di finanziamenti) finalizzate a favorire l’ottenimento di facilitazioni di credito concesse da una banca.

²⁵ Cfr. Cass. Pen., sez. V, 16 dicembre 2016, n. 18317: «E’ pacifico che i mutui venivano erogati ai beneficiari dalla [banca] ma le fideiussioni venivano garantite dalla [...] che, in tal modo, erogava ‘finanziamenti indiretti’».

7. Immediata problematica configurabilità di un esercizio nei confronti del pubblico, “in via indiretta”; possibile identificabilità, anzi, di tale modello come quello virtuoso in assenza di una autonoma abilitazione del soggetto agente a stare direttamente sul mercato?

Tornando allora a quanto detto sopra, ove si consideri come oggetto di riserva l’“attività” (di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma) in tanto in quanto però questa risulti esercitata “nei confronti del pubblico” (sul mercato), ci si può allora *in primis* domandare se abbia financo senso ipotizzare una modalità “indiretta” di tale condotta. Nel momento in cui la condotta presa in esame è infatti proprio quella consistente nell’esercizio fattuale e diretto (sul mercato) verso il “pubblico” di una certa attività, appare ad una prima analisi alquanto incongruo che – se non forse al di fuori di ipotesi chiaramente simulatorie – si possa anche solo concepire un esercizio “in via indiretta” di quella condotta che, appunto, rileva in tanto in quanto (e nel momento in cui) sia esercitata direttamente sul mercato.

Da questo punto di vista, allora, può anzi ribadirsi come paradossalmente, uno schema di tipo interpositorio, finalizzato ad uno svolgimento “in via indiretta”, possa apparire invece come quello “virtuoso”, che dovrebbe essere fisiologico e incentivato (imposto) dall’ordinamento finanziario per consentire lo svolgimento di attività da parte di chi non sia abilitato/autorizzato a farlo; purché ovviamente, nel far ciò, quest’ultimo si avvalga, quale soggetto “interposto”, di un “intermediario”, appunto a ciò autorizzato. Anzi, come detto, è proprio questo lo schema di intervento di operatori non residenti e/o non abilitati/autorizzati sul mercato domestico, imposto (talora esplicitamente, talora implicitamente) dal Legislatore, al fine di garantire che l’attività in questione – nella sua manifestazione esterna sul mercato, questa essendo, come visto, la dimensione regolatoria adottata nel disegnare la riserva di attività – si svolga nel rispetto innanzitutto delle norme comportamentali di condotta ma anche di quelle gestionali e organizzative interne, disegnate a garanzia di quel “mercato” domestico. Così è dunque – in particolare – per molte delle riserve di attività “a rilevanza esterna”: se si vogliono offrire al pubblico strumenti finanziari sul territorio italiano, a soggetti residenti occorrerà avvalersi di intermediari abilitati; se si vuole svolgere una offerta fuori sede, porta a porta, occorrerà avvalersi di consulenti finanziari (ex

promotori finanziari); se si vuole raccogliere capitale di rischio *online* occorrerà avvalersi di piattaforme di *crowdfunding* autorizzate, e così via. È proprio questo lo schema operativo che garantisce la tenuta e l'efficacia della riserva di attività "a valenza esterna", garantendo il perseguimento degli obiettivi di tutela sottostanti ad essa.

Ma se così è, allora non si vede perché l'"attività di finanziamento" in quanto tale (e non tanto il suo esercizio pubblico), non dovrebbe potersi, anch'essa, analizzare attraverso questo schema operativo, potendola dunque concepire lecitamente esercitata anche "in via indiretta" purché ci si avvalga, appunto, di soggetti debitamente autorizzati ad esercitarla nei confronti del pubblico, in maniera da garantire il pieno rispetto dei modelli comportamentali, gestionali e organizzativi posti a presidio degli interessi tutelati dalla *ratio* della norma nei termini sopra ricostruiti.

Ed infatti, a riprova della possibile applicazione di tale impostazione anche in relazione all'attività di finanziamento, può rinviarsi alla liberalizzazione del c.d. *direct lending* che ha autorizzato (a fianco dei FIA, soggetti vigilati) anche (addirittura) soggetti non vigilati – quali le società di cartolarizzazione *ex* art. 3 della l. 130/99 – all'attività di "concessione di finanziamenti" in via "diretta", purché però, queste ultime – ai sensi dell'art. 1-ter della L. 130/99 – si avvalgano di soggetti "sponsor" (banche o intermediari *ex* 106 TUB) autorizzati e "attrezzati" a gestire la relazione creditizia con la clientela, presiedendo, dunque all'"individuazione" di quella e, in ciò, alla corretta applicazione di criteri di valutazione del merito di credito; di procedure di deliberazione della concessione di credito e di controllo dei rischi, incoraggiando così prassi sane e prudenti di concessione del credito e contrastando fenomeni di *shadow banking*.

Qui, peraltro, il soggetto non vigilato (*i.e.* la società di cartolarizzazione) interviene "direttamente" e in nome proprio (!), circostanza questa che, oltre ad aver richiesto a tal fine un intervento legislativo *ad hoc*, ha giustificato un supplemento di cautela con l'imposizione in capo allo "sponsor" di un obbligo di mantenere una compartecipazione al rischio nei termini di cui all'art. 1-ter della L. 130/99 (la c.d. *retention*, sostenuta dalla volontà di "allineare" gli interessi, obbligando quel soggetto ad avere un c.d. *skin in the game*).

8. *Possibile ricostruzione alternativa di uno schema “indiretto” di svolgimento dell’attività finanziaria e verifica della sua elusività della riserva*

Chiarito quanto sopra in termini di prima (ma fondata) approssimazione, occorre però ulteriormente indagare la possibilità (plausibilità) di configurare un tale peculiare²⁶ esercizio dell’attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico, “in via indiretta”, al fine di valutare se tale modalità di svolgimento possa poi ritenersi elusiva e illecita, alla luce della riserva esistente e della sua *ratio* nei termini sopra ricostruiti.

Diversamente dalla ricostruzione sopra da noi proposta del contenuto dell’attività da ritenersi riservata, (basata su una prospettiva analitica “unitaria”, focalizzata sulla dimensione esterna) la Corte individua quali elementi costitutivi della fattispecie incriminatrice due momenti distinti e, quindi, logicamente non sovrappontendosi o assorbenti l’uno dell’altro e cioè: (i) “lo svolgimento dell’attività nei confronti del pubblico” e (ii) “l’esercizio delle attività finanziarie previste dal D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 106” (così par. 5.3.2. della sentenza).

Prescindendosi allora dal primo momento sopra enucleato dalla Corte *sub* (i) già sufficientemente indagato, per concentrarsi invece ora sul secondo *sub* (ii), l’ipotesi operativa qui da considerare è dunque quella di un “esercizio indiretto” di quell’attività di finanziamento”, intendendola allora nella sua generalità e avendo riguardo alla sua dimensione “interna” e strutturale, al fine di valutare se essa – benché nella sua interfaccia “esterna” si avvalga di un soggetto autorizzato (la banca italiana) – possa dirsi cionondimeno riconducibile e riferibile “indirettamente” – nei suoi tratti, appunto, interni, strutturali, “sostanziali” dunque – ad altro soggetto, nella fattispecie “non autorizzato” (e quindi in violazione della riserva?).

E qui, nella fattispecie finanziaria in esame (concessione di finanziamenti), tali tratti “interni”, “strutturali” non possono che essere individuati proprio e principalmente nell’elemento cruciale dell’incidenza e sopportazione del “rischio di credito” (e delle connesse

²⁶ E come abbiamo detto, inedito, anche negli orientamenti giurisprudenziali che hanno scandagliato le modalità con cui si concretizza l’abusivismo finanziario.

attività di valutazione, monitoraggio e gestione di quello). Da questo punto di vista, occorre allora chiedersi se possa effettivamente ritenersi che svolga attività di finanziamento “indirettamente” – con specifico riguardo, quindi, alla circostanza (ritenuta però ininfluyente in questa prospettiva) dell’inserimento di un soggetto “interposto” nella relazione esterna col pubblico – quel soggetto su cui venga ad incidere effettivamente il rischio di credito (originario) e che, dunque, quel rischio valuti, monitori e gestisca, quale, nel caso esaminato nella sentenza, era effettivamente la banca sammarinese.

9. Una prima verifica: lo schema di “finanziamento indiretto” come fattispecie lecita e tipizzata nelle disposizioni di vigilanza della Banca d’Italia. Il c.d. “credito passante”

Volendoci allora interrogare se lo schema operativo di “finanziamento indiretto” nei termini anzidetti possa oggi ritenersi possibile e, successivamente, lecito, può innanzitutto osservarsi come “strutturalmente” esso appaia come fattispecie non solo socialmente tipica ma addirittura normativamente tipizzata (e proprio in ambito di normativa bancaria).

Da questo punto di vista non può che farsi immediato rinvio alla disciplina di vigilanza relativa ai così detti “crediti passanti”²⁷, ove viene pacificamente descritta e disciplinata – benché sotto i soli profili di vigilanza prudenziale ivi considerati – una fattispecie operativa per molti versi identica a quella analizzata nella vicenda giudiziale in commento. Da questo punto di vista lascia stupiti il fatto di non ritrovare né nelle difese (perlomeno nei termini richiamati sommariamente nella sentenza), né nelle argomentazioni della Corte, alcun riferimento a questa esplicita disciplina di vigilanza che costituisce ad oggi la fonte normativa più diretta e conforme allo schema operativo analizzato.

In base alla descrizione fornita dall’Autorità di Vigilanza, infatti, «le operazioni di ‘credito passante’ si sostanziano in uno schema operativo in cui la banca *conduit* per il tramite, ad esempio, di una propria filiale estera rende disponibile e amministra – per conto di un terzo prestatore che costituisce la relativa provvista, ma in nome proprio – un

²⁷ Circolare della Banca d’Italia, 30 luglio 2008, n. 272, *Matrice dei Conti*.

finanziamento a favore di un prestatore residente ricevendone in cambio una commissione commisurata alla somma intermediata».

Anche sotto un profilo negoziale l'operazione descritta appare del tutto conforme al caso in esame, rilevandosi come tali operazioni si fondano su due distinti contratti: «1) il '*Funding Agreement*', in base al quale una *società estera* (o un *pool* di banche) si obbliga a mettere a disposizione della banca *conduit* i fondi da destinare in favore del prestatore; 2) il '*Loan Agreement*', in base al quale al prestatore viene aperta una linea di credito nei limiti dei fondi effettivamente versati alla filiale estera dal finanziatore.» (evidenze aggiunte).

Il *Funding Agreement*, che nel caso qui in esame è detto "convenzione interbancaria", «costituisce il presupposto per il perfezionamento dell'operazione di 'credito passante', contempla, sotto il profilo delle condizioni che disciplinano la concessione di fondi al terzo beneficiario, una serie di clausole di salvaguardia volte a liberare la banca *conduit* dal rischio creditizio dell'operazione. Tali clausole prevedono, fra l'altro, che: a) il rischio dell'operazione di prestito ricada sul soggetto finanziatore, al quale compete la valutazione del merito creditizio del terzo beneficiario dei fondi; b) la banca *conduit* sia obbligata a restituire la provvista al finanziatore subordinatamente al rimborso del prestito da parte del mutuatario». Il *Loan Agreement*, invece, prevede che la banca *conduit* sia tenuta alla concessione del prestito soltanto e nei limiti in cui abbia ricevuto i relativi fondi in forza del connesso *Funding Agreement*²⁸.

Così pacificamente ricostruita la struttura dell'operazione di "credito passante", la Banca d'Italia, conclude allora delineando i profili di vigilanza prudenziale con cui occorre valutarla, con particolare riguardo al tema della compilazione della matrice dei conti; tali operazioni, dunque, per la banca *conduit* si configurano come un'attività di «mero servizio senza assunzione di rischio a proprio

²⁸ Il riferimento alla sottostante (o meglio, retrostante) relazione negoziale tra il *Credit Support Provider* e la banca *conduit*, pare operare qui nell'ambito di quella che pare una mera condizione sospensiva rispetto all'obbligazione di erogazione dei fondi; in tal senso non pare che questo elemento possa da solo pregiudicare la tenuta della costruzione dello schema negoziale in termini di interposizione reale, come invece, a nostro avviso avverrebbe, ove il prestatore finale, aderisca – anche solo a titolo di conoscenza – alla soprastante relazione negoziale (e così pare peraltro avvenuto nel caso esaminato nella sentenza).

carico» dovendo essere a tal fine rilevate sulla base dei seguenti criteri: «a) non devono costituire oggetto di segnalazione nei dati patrimoniali (Sezioni I e II); b) qualora le somme versate dal finanziatore o rimborsate dal prenditore, per un limitato lasso di tempo rientrano nella piena disponibilità economico-finanziaria della banca *conduit*, esse devono essere rilevate nei ‘Debiti – verso clientela – altri debiti’ (sottovoce 58910.40) o nei ‘Debiti – verso Banche Centrali e banche – altri debiti’ (sottovoce 58910.12)».

L’Autorità di Vigilanza ha poi cura di sottolineare, come analoghi criteri di segnalazione prudenziale debbano essere adottati (*inter alia*) quando «la banca italiana svolge direttamente le funzioni di *conduit*» tale essendo, ad evidenza, quello che è proprio avvenuto nel caso esaminato dalla Corte.

A parte ribadire la evidente specularità tra l’operazione tipizzata e normata, nei termini suddetti, rispetto allo schema operativo e negoziale che ha costituito oggetto della vicenda processuale qui analizzata, è sufficiente notare come – alla luce della peculiare ottica di vigilanza qui accolta dalla Banca d’Italia, essenzialmente incentrata sul solo profilo “interno” a tale operatività e consistente nell’incidenza del rischio di credito – appaia pienamente coerente che il termine “finanziatore” sia qui dunque utilizzato con riguardo al soggetto che fornisce la provvista alla banca interposta; in questo ambito di disciplina non assume alcuna considerazione, infatti, l’attività esterna dell’attività nei confronti del prenditore finale (il soggetto che, come ampiamente detto, appare invece l’esclusivo e diretto destinatario delle istanze di protezione e legalità che giustificano la riserva *ex art.* 106 TUB). E potrà, quindi, apparire ben compatibile con ciò, il fatto che, invece, in molti altri ambiti di intervento di specifiche disposizioni normative e di vigilanza (trasparenza, forma dei contratti, rispetto delle norme in materia di credito ai consumatori di cui alla CCD²⁹ o MCD³⁰, antiriciclaggio...), il soggetto “finanziatore”, tenuto al rispetto della disciplina comportamentale ivi prevista, debba ritenersi essere la banca *conduit* che svolge il ruolo (servizio) di *fronting vis-a-vis* il “pubblico” (o talora il “consumatore”). Quanto sopra, non deve evidentemente stupire; ad

²⁹ *Consumer Credit Directive*, 2008/48/CE.

³⁰ *Mortgage Credit Directive*, 2014/17/UE.

istanze di regolazione e vigilanza diverse, possono ben conseguire approcci analitici ben diversi.

Ai fini del nostro discorso, invece, occorre opportunamente valorizzare il passaggio sopra già riportato, nel quale la Banca d'Italia, volendo riferirsi al soggetto prestatore dei fondi alla banca *conduit*, si riferisce esplicitamente all'ipotesi in cui «una società estera (o un *pool* di banche) si obbliga a mettere a disposizione della banca *conduit* i fondi da destinare in favore del prenditore» (evidenze aggiunte); laddove, utilizzandosi dunque la generica locuzione “società”, la disposizione in commento potrebbe (?) autorizzare a far pensare al fatto che per “finanziatore” possa dunque ben intendersi un qualsiasi soggetto – anche non bancario e finanziario – e quindi anche non autorizzato e non autorizzabile ad erogare finanziamenti (né nella sua giurisdizione, né in Italia); e in tal senso è significativa l'assenza di alcun utilizzo della formula di rito “nel rispetto delle vigenti riserve di attività” (quale ad es. può leggersi nella normativa fiscale che ha “sdoganato” le strutture *IBLOR* e sul cui significato dovremo ora intrattenerci).

10. *Una seconda verifica: lo schema di “finanziamento indiretto” come fattispecie (talora) lecita e tipizzata in ambito fiscale. Il c.d. IBLOR*

Il fenomeno sin qui esaminato ha costituito oggetto di valutazione specifica anche in ambito fiscale, in relazione alla disciplina di applicazione delle ritenute sugli interessi relativi ai finanziamenti concessi dalle c.d. *Italian Bank Lender Of Record (IBLOR)*³¹. Sulla valutazione di queste operazioni fatta in sede fiscale, vale allora la pena di soffermarsi, per quanto al mero fine di estrarne utili indicazioni in merito alla loro corretta qualificazione civilistica, funzionale a sua volta alla corretta messa a fuoco della prospettiva penalistica, quali possibili fattispecie di abusivismo finanziario. In tal senso, invece, nel presente lavoro si prescinde del tutto dalle delicate problematiche di compatibilità fiscale che tali operazioni possono talora presentare, analisi che andrà condotta ricorrendo a ben diversi, specifici, canoni

³¹ Già nella dottrina risalente, v. A. NASSETTI, *Le operazioni conduit*, in *Bollettino Tributario d'Informazioni*, 1990, 415 ss.; G. NOVARA, *Operazioni conduit e interposizione fittizia di persona*, in *Corriere Tributario*, 1991, 2365.

analitici ed ermeneutici e in considerazione di una sottostante *ratio*, ben diversa da quella sottesa alla riserva di attività *ex art. 106 TUB* qui oggetto di specifica analisi.

L'esame della fattispecie *IBLOR* svolta in ambito fiscale risulta del tutto speculare a quella condotta dalla Banca d'Italia con riferimento alla fattispecie tipizzata del credito passante – nei termini sopra ricostruiti – ed entrambe appaiono ben riconducibili, perlomeno nei tratti generali, alla situazione fattuale e negoziale che ha costituito oggetto della vicenda processuale qui esaminata.

L'Agenzia delle Entrate, in una sua nota circolare avente ad oggetto le operazioni di “*merger leveraged buy out*”³², illustrava infatti bene come, nella prassi, tali operazioni *IBLOR*, si sostanzino, «in una struttura di *fronting* rappresentata da una banca residente o localizzata in Italia per mezzo di stabile organizzazione (*bilateral lender*) che eroga un finanziamento a favore di una società italiana, mentre altri operatori (banche, società finanziarie, fondi specializzati, etc.) partecipano al rischio di credito, sottoscrivendo con il *bilateral lender* appositi accordi (*‘Credit Support Agreement’*), in base ai quali forniscono garanzia e consegnano al *bilateral lender* una somma di denaro, il cui rimborso e la cui remunerazione è collegata (nei tempi e nella misura) al rimborso (capitale) ed al pagamento di interessi (e commissioni) relativi al finanziamento (*‘Credit agreement’*) erogato al soggetto finanziato» (evidenze aggiunte).

Occorre a tal riguardo osservare come negli *IBLOR* c.d. “trasparenti” – secondo uno schema detto *flow-through* – il soggetto prestatore applicherà direttamente le ritenute in relazione alla quota di interessi di competenza dei fornitori dei fondi non residenti (i c.d. *Credit Support Providers*, non rilevando il rapporto da essi intrattenuto con la banca *conduit* residente; *viceversa* in quegli schemi *IBLOR* detti “opachi” – non assumendo alcuna rilevanza la presenza dei *Credit Support Providers*, col quale esso non intrattiene alcun rapporto, interfacciandosi esclusivamente con la banca italiana – il prestatore, non applicherà alcuna ritenuta sugli interessi corrisposti. Nel rapporto interno, atteso che tra la banca residente ed i *Credit Support Providers*, intercorre un rapporto di deposito, ne conseguirà il pagamento di interessi su “depositi bancari” e commissioni di garanzia, godendo essi

³² Cfr. Circolare 30 marzo 2016, n. 6/E.

di un regime di “extraterritorialità”, per effetto dell’articolo 23, comma 1, lettera b) del TUIR, e di “esenzione”, in applicazione dell’articolo 26-*bis*, comma 1, del d.P.R. n. 600 del 1973, laddove i garanti siano *white list* (e cioè «soggetti residenti all’estero, di cui all’articolo 6, comma 1, del decreto legislativo 1 aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni»).

Con riguardo allo schema operativo detto “opaco” e alle sue conseguenze di natura fiscale, l’Agenzia delle Entrate ha ritenuto allora di condividere le contestazioni che sino ad allora erano state sollevate in sede fiscale «aventi ad oggetto l’omessa applicazione di ritenute alla fonte a titolo di imposta, di cui all’articolo 26, comma 5, del d.P.R. n. 600 del 1973, nei confronti dei CSP non residenti».

In particolare, si rilevava, «i rilievi sinora contestati in relazione a strutture *IBLOR* opache si basano sulla corretta qualificazione dei redditi in esame *come interessi da finanziamento*, corrisposti da un soggetto residente, *per mezzo di una banca* localizzata in Italia, a soggetti non residenti e quindi imponibili in Italia ai sensi dell’art. 23, comma 1, lett. b, del TUIR. In definitiva, si tratta di rilievi originati dall’analisi delle clausole contrattuali e della documentazione contabile ed extracontabile, ossia da riscontri di fatto comprovanti il ruolo di *mero intermediario sostanziale (sotto forma di ‘interposizione reale’)* svolto dalla banca residente, nell’incasso e nel contestuale riversamento dei flussi reddituali, tra il soggetto finanziato ed i CSP non residenti, in violazione dei precetti di cui all’articolo 37, comma 3, del d.P.R. n. 600 del 1973 (cfr. sentenza Cassazione del 10 giugno 2011, n. 12788)» (evidenze aggiunte).

Pur omettendo in questa sede alcuna valutazione d’ordine strettamente fiscale deve osservarsi come il ragionamento così sviluppato dalla Agenzia potrebbe apparire ai nostri fini contraddittorio nel momento in cui essa afferma di condividere le contestazioni avanzate in sede fiscale – con particolare riguardo all’assenza in capo alla banca *conduit* residente, della qualifica di “beneficiario effettivo”, da ricostruirsi, invece, in capo alla banca estera – basando però tale suo giudizio su una ricostruzione giuridica della vicenda negoziale in termini di (mera?) “interposizione reale”, e ciò, «sulla base di un’analisi caso per caso ed avente ad oggetto, principalmente, la natura *back to back* dei finanziamenti, ad esempio in termini di importo, condizioni, tassi, termini di pagamento e clausole *non recourse*». E tuttavia deve

osservarsi come, effettivamente, in ambito fiscale, anche la situazione di *vera* interposizione reale potrebbe rivelarsi (solo) “mera”, in quanto insufficiente a schermare il “beneficiario effettivo”.

Da questo punto di vista, oltremodo interessante appare, per la nostra analisi, l’orientamento che può individuarsi nella più recente giurisprudenza tributaria³³ che si è pronunciata su queste operazioni, per arrivare a negarne l’intento fiscalmente elusivo, escludendo a tal fine in capo al *Credit Support Provider* la qualifica di “beneficiario effettivo”, pur riconoscendosi che, a tal fine, non sarebbe però bastato qualificare l’intervento della banca *conduit* in termini di “interposizione reale”³⁴. La Commissione tributaria regionale della Lombardia, dopo aver ben ricostruito nei loro qualificanti tratti negoziali i casi di *fronting/IBLOR* (opachi) ad essa sottoposti, giunge in un caso a respingere il ricorso proposto dall’Agenzia delle Entrate e, in un altro caso, ad accogliere l’appello promosso invece contro l’Agenzia medesima, proprio valorizzando una serie di elementi fattuali e negoziali e disconoscendone altri che, viceversa, ad avviso dell’Agenzia potevano far ritenere le operazioni in questione esclusivamente motivate dall’intento “elusivo” di ottenere indebiti risparmi d’imposta. Tali medesimi elementi potranno dunque essere parimenti utilizzati ai fini della nostra analisi; se infatti essi non possono ritenersi significativi al fine di concludere che il *Credit Support Provider* debba considerarsi (fiscalmente) quale “beneficiario effettivo”, ancor meno lo potranno essere per poterlo considerare (civilisticamente) un mero “interponente fittizio”.

Ciò detto, deve segnalarsi come, l’art. 22, comma 1, decreto legge. 24 giugno 2014, n. 91, abbia introdotto nell’ambito dell’articolo 26 del d.P.R. n. 600 del 1973 il comma 5-*bis*, il quale — escludendo l’applicazione della ritenuta prevista al comma 5 agli interessi e altri

³³ Cfr, in particolare, Comm. Trib. Regionale Lombardia Milano Sez. I, 03 settembre 2018, n. 3650 e Comm. Trib. Regionale Lombardia Milano Sez. VI, 06 febbraio 2018, n. 500.

³⁴ In linea con l’orientamento della Suprema Corte nella sentenza 17 maggio 2017, n. 12316, in cui essa afferma come «il D.P.R. n. 600 del 1973, art. 37, comma 3 svolge anche una funzione antielusiva e pertanto comprende *anche* i casi di interposizione reale, attuata mediante operazioni effettive e non simulate, avente come scopo l’elusione del pagamento dell’imposta attraverso l’uso improprio di strumenti negoziali anche collegati tra loro» (evidenza aggiunta).

proventi derivanti da finanziamenti a medio e lungo termine che risultino concessi ed erogati (direttamente o, allora anche, indirettamente) a prestatori italiani da parte di “soggetti istituzionali”³⁵ – ha drasticamente ridotto la problematicità fiscale degli schemi *IBLOR*³⁶.

Il testo del comma 5-*bis*, nella formulazione vigente a seguito delle recenti modifiche apportate dall’articolo 17 del decreto-legge del 14 febbraio 2016, n. 18, dispone che ai suddetti soggetti esteri trovano applicazione le misure agevolative previste³⁷, «ferme restando le disposizioni in tema di riserva di attività per l'erogazione di finanziamenti nei confronti del pubblico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385». Posto che, come detto, la disposizione fiscale introdotta con il sopra menzionato comma 5-*bis* non riguarda certo la fattispecie specifica degli *IBLOR* (pur contribuendo a svuotarne la portata potenzialmente elusiva in precedenza ad essi spesso attribuita), il richiamato riferimento alla necessità di rispettare la riserva non può allora che considerarsi poco più di una formula di rito, incapace di per sé di apportare alla nostra analisi alcun utile elemento ermeneutico.

³⁵ Enti creditizi stabiliti negli Stati membri dell’Unione europea (individuati all’articolo 2, paragrafo 5, numeri da 4) a 23), della direttiva 2013/36/UE); imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi di normative emanate da Stati membri dell’Unione europea; investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, di cui all’articolo 6, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, soggetti a forme di vigilanza nei paesi esteri nei quali sono istituiti.

³⁶ In relazione a tale disposizione, l’Agenzia delle Entrate, nella citata circolare, osserva dunque come «il legislatore ha evidentemente voluto escludere non solo l’applicazione della ritenuta, ma anche l’imponibilità degli interessi in commento prevista dall’articolo 23, comma 1, lett. b) del TUIR. Ciò in coerenza con la *ratio* della nuova disposizione, dichiaratamente agevolativa, da individuare nella volontà di eliminare il rischio di doppia imposizione giuridica, che economicamente risulta traslato sul debitore, favorendo in ultima analisi l’accesso delle imprese italiane a costi competitivi anche a fonti di finanziamento estere».

³⁷ Conseguentemente, si afferma, «per quanto concerne gli interessi corrisposti successivamente all’entrata in vigore del citato comma 5-*bis*, eventuali contestazioni aventi ad oggetto la corretta applicazione delle ritenute in uscita relative a strutture *IBLOR* o all’assenza della qualifica di beneficiario effettivo sono da ritenere non sostenibili nella misura in cui i soggetti non residenti (ossia i CSP o i soggetti che hanno fornito la provvista alla società del gruppo) rientrino nell’ambito di applicazione della citata norma».

11. *Una provvisoria conclusione in merito alla dubbia configurabilità di uno schema (di per sé patologicamente) “interpositorio” con riguardo ad un’attività necessariamente (fisiologicamente) “intermediaria”, anche alla luce del crescente fenomeno del lending marketplace e della recente liberalizzazione del direct lending seguita alle istanze di repressione dello shadow banking system*

Pur avendo verificato sopra come lo schema operativo possa dirsi oggi ben noto, diffuso e addirittura tipizzato normativamente dalle istruzioni di vigilanza disciplinanti il corretto svolgimento dell’attività bancaria - e per certi versi anche “legislativamente”, ove si abbia riguardo, come visto, allo schema operativo del *direct lending* da parte (addirittura) di soggetti non autorizzati che intervengono “in via diretta” (seppur “supportata” da soggetti autorizzati), quali le “società per la cartolarizzazione”, ai sensi e per gli effetti dell’art. 1-ter della L. 130/99) - occorre chiedersi se possa allora sol per questo escludersi che l’utilizzo di quello schema operativo possa cionondimeno ritenersi adottato, perlomeno in certi casi, in violazione della riserva (e, quindi, evidentemente, avendo appunto riguardo ai casi in cui il soggetto *finanziatore/Credit Support Provider* non risulti esser un soggetto autorizzato).

Conclusione che parrebbe a portata di mano nel momento in cui esso schema – quale chiaramente ricostruito nei suoi profili strutturali e negoziali, sia nella normativa di vigilanza prudenziale bancaria, che nella più recente giurisprudenza tributaria che se ne è occupata – parrebbe proprio osservarsi come quello (tipicamente?) adottato per un esercizio “indiretto” di quell’attività (anche, o soprattutto?) da parte di chi non risultasse (risulterebbe) altrimenti “autorizzato” a svolgerla in via diretta (avendo, anzi, già suggerito sopra come questo potrebbe apparire come lo schema operativo “virtuoso”, che dovrebbe, allora, obbligatoriamente adottarsi, proprio in quei casi).

E per il vero, che proprio questa sia la situazione che può riscontrarsi (talora, anche se non certo necessariamente) in questi schemi operativi, parrebbe dunque potersi evincere: (i) sia dall’analisi di quei recenti casi sottoposti al vaglio della giurisprudenza tributaria³⁸ (anche se qui,

³⁸ Di particolare interesse appare a tal fine Comm. Trib. Regionale Lombardia Milano Sez. I, 03 settembre 2018, n. 3650, laddove si evince come tale schema

evidentemente, il profilo della riserva di attività non ha costituito specifico terreno di indagine); (ii) che, in maniera evidentemente assai più significativa, in alcuni passaggi che possono leggersi nel testo delle citate istruzioni di vigilanza di Banca d'Italia in materia di “crediti passanti”; e cioè, come già visto e in particolare, nell'utilizzo – volendosi riferire al soggetto “finanziatore” nella descrizione dello schema – della vaga e generica locuzione “una società estera” (peraltro, immediatamente accostata a quella significativamente diversa di o un *pool* di banche). Locuzione che potrebbe allora forse autorizzare l'interprete a pensare che con essa si sia voluto far riferimento ad un qualsiasi soggetto societario – anche non bancario e finanziario – e quindi anche non autorizzato e autorizzabile ad erogare finanziamenti (né nella sua giurisdizione, né in Italia); e in tal senso, come già sottolineato, è altresì significativa l'assenza di alcun utilizzo di formule di rito, quali “nel rispetto delle vigenti riserve di attività”.

I dati ermeneutici ritraibili dal formante normativo e da quello giurisprudenziale sopra analizzati – sebbene risultino in grado di consegnarci una tranquillizzante risposta in merito alla possibilità di strutturare organizzativamente e strutturalmente una attività *di* finanziamento “in via indiretta”, nei termini sopra ricostruiti pienamente compatibili con quelli osservabili nella prassi delle operazioni di *fronting/IBLOR/portage* finanziario - non paiono però forse sufficienti per consentirci una medesima conclusione – perlomeno con totale sicurezza e in maniera inequivoca – avendo riguardo alla “legittimità” (compatibilità) di quello schema rispetto al regime di riserva, nel caso quindi in cui il soggetto *finanziatore/Credit Support Provider*, risulti essere un soggetto non autorizzato o autorizzabile, di per sé, a svolgere quell'attività in Italia.

Ove dunque – alla luce degli spazi di incertezza che ancora permangono (?) con specifico riguardo alla possibilità di configurare una violazione “indiretta” della riserva – non si ritenga di per sé sufficiente l'indagine sin qui condotta sui dati normativi e giurisprudenziali per escludere una simile conclusione, occorre allora

avrebbe consentito «di attuare la raccolta dei mezzi finanziari *anche da fondi d'investimento non autorizzati ad operare in Italia*» (evidenza aggiunta), ciò giustificando «una notevole riduzione del costo del finanziamento».

ragionare conclusivamente su quali (ulteriori) basi giuridiche lo si possa fare con più certezza.

Passando pertanto ad un ulteriore stadio dell'argomentazione giuridica, deve subito segnalarsi il disagio logico che pervade l'osservatore che si accinga a ricostruire i termini di un "esercizio indiretto" dell'attività finanziaria – al fine di verificarne la correttezza e liceità – la quale, nella sua essenza fisiologica, si presenta come un'attività di per sé "intermediaria". E non per niente i soggetti autorizzati a svolgerla sono infatti detti "intermediari". Come potrebbe cioè ritenersi "interpositorio" (prescindendosi per ora da qualsiasi connotazione valoriale a tale termine) un modello operativo applicato ad un'attività che è per sua natura, necessariamente e fisiologicamente un modello "intermediario"?³⁹

Peraltro, non può non segnalarsi ancora come dopo un' iniziale istanza regolatoria a livello internazionale diretta a reprimere fenomeni di *shadow banking*⁴⁰, si sia assistito in tempi recenti nel nostro ordinamento ad un allentamento dei vincoli all'attività finanziaria;

³⁹ Con specifico riferimento alla fattispecie penalistica di *abusivismo finanziario*, tale perplessità è stata ben affermata in dottrina: cfr. N. ALFANO, *Abusiva attività finanziaria*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), Padova, 2018, 2578: «Per aversi attività finanziaria abusiva, inoltre, occorre che il soggetto agente assuma una parte nel rapporto obbligatorio che integra il finanziamento. L'attività di mera intermediazione finanziaria, pertanto, esula dal concetto di attività finanziaria penalmente rilevante. In questo senso, l'abusivo esercizio dell'attività di mediazione creditizia costituisce una diversa fattispecie di reato, sanzionata ai sensi dell'art. 16, comma 7, legge 7 marzo 1996, n. 108».

⁴⁰ Cfr. Parlamento Europeo, *Resolution on Shadow Banking*, 20 November 2012, 2012/2115(INI); Financial Stability Board (FSB), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 2011 <http://www.financialstabilityboard.org>; e Id. Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, <http://www.fsb.org/wpcontent/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>; Commissione Europea, *Shadow Banking – Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector*, 2013 COM/2013/0614 final; E. Wymeers, *Shadow Banking and the Functioning of Financial Markets*, in D. Busch e G. Ferrarini (a cura di), *Regulation of EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, 2017; V. Lemma, *The Shadow Banking System*, Palgrave-Macmillan, 2016. Per una prospettiva domestica v. C. Gola, M. Burroni, F. Columba, A. Ilari, G. Nuzzo e O. Panzarino (2017), *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional papers*) n. 372/2017.

fenomeno riscontrabile sia nella emersione del c.d. *marketplace lending*⁴¹, sia nella recente intervenuta “liberalizzazione” del c.d. *direct lending*, che ha consentito (addirittura) a nuovi attori non autorizzati di affacciarsi “direttamente” sul mercato dei finanziamenti – purché nel rispetto di certi limiti e condizioni operative – rendendo pertanto evidente come una difesa della *riserva ex art. 106 TUB*, nei termini confermati nella sentenza rischia di apparire come una battaglia di retroguardia; e infatti, un intervento di “finanziamento” indiretto da parte di soggetti *Credit Support Providers* non abilitati – sostanzialmente nei termini tipici che abbiamo visto caratterizzare le operazioni di *conduit/fronting/IBLOR* – parrebbe oggi ben articolabile ricorrendo allo schema di cui all’art. 1-ter della L.130/99, attraverso quindi un veicolo e una operazione di cartolarizzazione, ovvero (seppur con maggiori rigidità attraverso un FIA di credito); rimandando a quanto detto sopra al par. 7 in relazione alla piena compatibilità dello schema operativo così normativamente previsto che quello che dovrebbe ritenersi proprio come il modello “virtuoso” per poter configurare un esercizio “indiretto” dell’attività finanziaria, nel rispetto di prassi sane e prudenti di concessione del credito e di prevenzione di fenomeni di incontrollato *shadow banking*.

Tornando allora a considerare – atomisticamente – lo schema di natura “intermediaria” sotteso all’operazione esaminata nella vicenda processuale sfociata nella sentenza, l’attività ricostruibile in capo alla banca estera era chiaramente quella di soggetto “fornitore” (“finanziatore”?) della provvista alla banca *conduit* italiana – intermediaria – che procede poi all’impiego sul mercato dei fondi così “raccolti”; l’attività qui prestata dal “fornitore” può più precisamente descriversi negozialmente in termini di deposito a garanzia, (ove la struttura sia di tipo *funded*, con predisposizione cioè di provvista immediatamente disponibile) o comunque come “prestito a tutto rischio”, il cui rimborso è condizionato all’adempimento delle obbligazioni di rimborso da parte del prenditore finale.

Anche a voler, allora, considerare il *Credit Support Provider* nella sua veste di “finanziatore” (allora qui diretto) della banca *conduit*, tale

⁴¹ Potendosi rinviare a A. SCIARRONE, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending, verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderni FinTech Consob*, luglio 2019.

attività di finanziamento risulta perlopiù svolta con modalità che ne escludono (ragionevolmente⁴²) la sua qualificabilità in termini di attività finanziaria svolta “nei confronti del pubblico”, e quindi riservata. Certamente, lo schema negoziale è qui finalizzato a trasferire ogni rischio di credito in capo al prestatore della provvista, essendo conseguentemente più che ovvio aspettarsi che siano rimesse a costui tutte le valutazioni riguardanti il merito di credito del prestatore e alla gestione del relativo rapporto; in tale ruolo svolto dalla banca estera non pare dunque potersi rilevare, perlomeno a prima vista, alcun profilo di violazione di riserve di attività domestiche o, comunque, di anomalia. Diversa e estranea alla nostra analisi è la questione se tale operatività si svolga nel rispetto delle regole di condotta che al *Credit Support Provider*/banca estera risulteranno applicarsi (nella sua giurisdizione), in quanto soggetto (colà) autorizzato a svolgere attività bancaria.

Guardando invece al ruolo della banca italiana, non pare similmente che tale schema possa comunque ritenersi “anomalo” o “elusivo” di un corretto e sano *modus operandi*, per il sol fatto che attraverso di esso non si mantiene il rischio (e quindi la sua valutazione, monitoraggio e gestione) in capo al soggetto che agisce sul mercato. Potrebbe ritenersi sufficiente solo tale aspetto per far ritenere la banca italiana un finanziatore meramente fittizio o “formale”, mentre allora la “sostanza” del fenomeno andrebbe cercata altrove, guardando al profilo dell’incidenza del rischio di credito e, quindi, in capo alla banca estera? Una conclusione affermativa a questo quesito apparirebbe oggi come una petizione di principio priva di alcun fondamento teorico e normativo, soprattutto in un momento storico in cui l’assetto della tradizionale attività bancaria e finanziaria appare pesantemente minata – nei suoi assunti tradizionali – da pervasivi (e discutibili) fenomeni di trasferimento, “re-impacchettamento” e gestione del rischio di credito

⁴² Ricostruzione che neppure è stata adombrata, infatti, nella vicenda processuale in commento. Certo, almeno in teoria, non potrebbe escludersi che – per i tratti che venisse ad assumere – l’attività che fosse prestata da un *Credit Service Providers* di fornitura di mezzi di provvista a intermediari istituzionali, potesse e dovesse a sua volta qualificarsi come “svolta nei confronti del pubblico”, atteso che lo *status* “istituzionale” (o “professionale”) del prestatore, non varrebbe di per sé ad escludere tale conclusione (come invece avviene esplicitamente in altri ambiti di disciplina che escludono tali soggetti dalla nozione di “pubblico”), pur potendosi ritenere in tal caso comunque assai indebolita la *ratio* che giustifica la riserva in discussione.

(tramite una moltitudine di strumenti negoziali) – non potendosi certo (più) associare a tale elemento alcuna valenza tipologica descrittiva, per lo meno giuridicamente. E comunque, ogni pur giustificata considerazione in ordine alla compatibilità di tali schemi negoziali e operativi con esigenze di equilibrio sistemico – determinando essi l’abbandono del tradizionale approccio *originate and hold*, a vantaggio di un preoccupante dilagante modello *originate and transfer*, con tutti i connessi problemi di *moral hazard* che ciò può comportare⁴³ – non attiene certo all’ambito della riserva di attività di cui all’art. 106 TUB di cui ci stiamo qui occupando, appartenendo piuttosto ad ambiti regolatori di vertice e, semmai, ai presìdi organizzativi e comportamentali – di natura interna e strutturale – che vigilano sulla sana e prudente gestione degli intermediari bancari.

In tal senso, il suddetto *modus operandi*, sia in capo alla banca italiana, che in capo alla banca estera – per ciascuna di esse con riguardo agli specifici profili di rischio assunti per effetto di quella operatività – dovrà valutarsi nei suoi profili di compatibilità con le norme che regolano la rispettiva attività bancaria nel rispettivo ordinamento. E in particolare, semmai, occorrerebbe verificare se – vista l’incidenza del rischio di credito in capo alla banca estera – quel *modus operandi* che comunque affida in *outsourcing* alla banca italiana, alcune delicate attività di gestione (perlomeno) esterna della relazione col cliente, sia compatibile con le regole di svolgimento dell’attività bancaria in capo alla banca estera. Ma tutto ciò, giova ribadirlo, non pare avere alcuna diretta attinenza con il contenuto della riserva di attività di cui all’art. 106 TUB.

Per avere conferma di questa conclusione, basti richiamare la ricostruzione svolta sopra su quello che deve ritenersi l’ambito di applicazione specifico della riserva in questione e la sua genuina e intima *ratio*; da questo punto di vista emerge allora evidente come risulterebbe del tutto incongruo e eccentrico sostenere che le esigenze regolatorie e di vigilanza ad essa connesse, debbano qui riscontrarsi in relazione all’attività svolta dal finanziatore *Credit Support Provider*, il

⁴³ P. CARRIÈRE, *Il prevedibile impatto per il sistema finanziario e imprenditoriale italiano della proposta di direttiva sullo sviluppo dei mercati secondari di NPL. Opportunità e rischi (memori del “bail-in”)*, in www.dirittobancario.it, *Approfondimenti*, 4/2018.

quale non si relaziona affatto col pubblico⁴⁴, né col mercato, ma con un soggetto “istituzionale” e “professionale” che, in quanto tale, non può certo ritenersi un soggetto bisognoso di protezione, essendo anzi già esso stesso portatore e garante del fatto che la sua tipica attività di “intermediario” (bancario o finanziario) autorizzato e vigilato, si svolga sul mercato nel rispetto di tutti i presidi comportamentali, organizzativi e gestionali posti a tutela dei “beni giuridici” così presidiati.

Tutto quanto sopra appare sin qui supportato da un presupposto logico e giuridico – quello cioè che possa effettivamente sostenersi una netta e impermeabile cesura operativa, negoziale e giuridica tra l’attività svolta sul mercato dalla banca *conduit* e quello che è il sottostante (retrostante) rapporto da essa intrattenuto con il *Credit Support Provider*. Presupposto questo che però dovremo mettere ora a fuoco più incisivamente da un punto di vista giuridico, al fine di poter individuare quali debbano ritenersi gli elementi centrali dell’analisi che ci consentano poi di confermare la conclusione sopra anticipata, guidandoci al contempo nella individuazione di quelli che sono gli elementi di debolezza che rischiano di minarne la tenuta giuridica; le “falle” del modello in cui, infatti, nella specifica vicenda processuale esaminata, pare essersi efficacemente e sapientemente infilata la Suprema Corte – per poter arrivare a qualificare allora la banca italiana come un mero paravento o schermo – giungendo così, per tale via, a confermare una ricostruzione del modello operativo adottato, in termini di elusività della riserva di attività finanziaria e, quindi, illecito.

12. La conferma della provvisoria conclusione sopra avanzata, attraverso un più preciso inquadramento civilistico della fattispecie nel concetto di interposizione e ricomposizione in esso delle conclusioni cui perviene la Corte di Cassazione

Richiamiamo qui i più salienti passaggi logici della sentenza da cui possono trarsi indicazioni su quale debba essere – ad avviso della Corte – il corretto inquadramento civilistico della vicenda negoziale ad essa sottoposta.

Nello sforzo di arrivare ad una esplicita qualificazione di quella specifica fattispecie, come già visto, la Corte rileva innanzitutto come,

⁴⁴ Salvo quanto detto sopra alla nota precedente.

«anche nell'impostazione esclusivamente negoziale propugnata dai ricorrenti, non può prescindersi dall'osservare che le doglianze proposte si limitano a valorizzare esclusivamente l'aspetto meramente formale dei due contratti, senza censurare in modo specifico le ragioni del collegamento negoziale evidenziate dalle sentenze di merito, e senza considerare che nello stesso diritto privato è prevista la figura del contratto in frode alla legge, che può costituire il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa (art. 1344 c.c.); sicché, anche sotto il profilo negoziale, può affermarsi che la regolamentazione dei rapporti tra IBS, CR e i terzi finanziati, benché formalmente indipendenti, è stata oggetto di un collegamento negoziale che, sulla base degli indici sintomatici già evidenziati, ha rivelato la riconducibilità dei finanziamenti all'istituto sammarinese; *in tal senso, pur senza citare espressamente il contratto in frode alla legge, la Corte territoriale ha qualificato la banca italiana quale mero schermo fittizio di IBS.*» (evidenze aggiunte).

E ancora «tali interessi, sottesi alla tutela penale della funzione di controllo e vigilanza, sono suscettibili di compromissione ed offesa, attingendo la soglia del pericolo astratto, anche allorquando le attività finanziarie svolte, in assenza degli atti amministrativi ampliativi della situazione giuridica, siano esercitate indirettamente, *mediante lo 'schermo' formale* di una banca italiana cui venga conferito un mandato senza rappresentanza. In caso contrario, *la formale (o apparente)* assenza di rapporto contrattuale con i terzi finanziati potrebbe costituire comodo escamotage per svolgere attività» (evidenze aggiunte).

In definitiva, quindi, la Cassazione giunge a confermare le valutazioni già espresse dalla corte territoriale, qualificando lo schema negoziale adottato, in termini di “interposizione fittizia” o di “frode alla legge”. Una tale conclusione pare giustificata, nella valutazione della Corte, dal riscontro, nello specifico caso esaminato, di una serie di elementi fattuali e negoziali che non consentivano “*in toto*” una efficace interposizione “giuridicamente impermeabile”⁴⁵; in particolare la Corte pare dell'avviso che, nella fattispecie, il «mandato senza

⁴⁵ Può leggersi nella sentenza come «[...] la regolamentazione giuridica dei rapporti tra IBS, CR e terzi finanziati sia stata articolata sulla base dello schema del mandato senza rappresentanza, al fine di rendere giuridicamente impermeabili – sebbene, come si è rilevato, non in toto – i rapporti tra IBS e CR, da un lato, e CR e terzi mutuatari, dall'altro».

rappresentanza non può ritenersi, neppure giuridicamente, di per sé idoneo a ‘schermare’ l’attività diretta di concessione di finanziamenti, *in presenza di molteplici indici – negoziali e fattuali –* del coinvolgimento di IBS nell’attività finanziaria» (evidenze aggiunte). Pare allora plausibile ritenere che in assenza di quegli indici di “fittizietà” la Corte avrebbe potuto riconoscere la tenuta giuridica “impermeabile” di uno schema di interposizione reale, *sub specie* di mandato senza rappresentanza (?).

Tale conclusione dovrà ora essere vagliata criticamente, partendo da un tentativo di corretto inquadramento giuridico generale e astratto degli schemi negoziali osservabili sul mercato (tutti sostanzialmente riconducibili allo schema descritto, pur nella varietà delle locuzioni di volta in volta adottate: *conduit*⁴⁶, *back-to-back*⁴⁷, *fronting*⁴⁸, *sub-partecipation*⁴⁹, *credito-passante*⁵⁰, *IBLOR*⁵¹ in particolare nella loro versione “pura” o “opaca”); inquadramento che a noi pare possa correttamente ricorrere – passando attraverso il fenomeno del collegamento negoziale – alla nozione giuridica di “interposizione reale”⁵².

⁴⁶ Locuzione tipicamente adottata in una prospettiva analitica di tipo tributario.

⁴⁷ Locuzione che richiama alla mente le fraudolente operazioni assunte alla cronaca nel risalente caso del Banco Ambrosiano, ed oggetto di valutazione giurisprudenziale in Cass. Pen., 29 novembre 1990, in *Cass. pen.*, 1991, 828. In questo caso la finalità perseguita era rozzamente quella di dissimulare situazioni bilancistiche di dissesto, sostituendo a inesigibili crediti erogati verso “consociate estere” localizzate in qualche opaco paradiso fiscale, crediti verso soggetti bancari, i quali avevano erogato a loro volta crediti a quelle consociate, subordinandone il rimborso dei primi al rimborso dei secondi, in base a pattuizioni che però dovevano rimanere occulte.

⁴⁸ Locuzione genericamente adottata per riferirsi a qualsiasi schema.

⁴⁹ Locuzione che delinea sostanzialmente il medesimo schema *conduit*, con la differenza che normalmente interviene in un secondo momento, successivamente all’erogazione, come tecnica di *sindacazione* assai diffusa nel mondo anglosassone; per tutti, v. P. R. WOOD, *Loan transfer and participations*, in *Law and practice of International Finance – International Loans, Bonds and Securities Regulations*, Londra, 1995, 110 ss.

⁵⁰ Locuzione *domestica* utilizzata, come visto da Banca d’Italia, sin dalla nota tecnica del 5 giugno 1992.

⁵¹ Locuzione adottata, come visto, soprattutto in ambito fiscale.

⁵² Come noto, in ambito societario, il tema dell’interposizione nell’esercizio dell’attività di impresa ha dato luogo al vivo dibattito incentrato attorno alla figura dell’“imprenditore occulto” o “indiretto” ovvero della “società occulta”, giustificata da una *ratio* di tutela dei creditori, nel tentativo di imputare in capo a chi risulti tale –

Alla luce di tale ricostruzione giuridica, l'interprete sarà allora messo in grado di meglio apprezzare quali siano da ritenere gli elementi fattuali e negoziali che, caso per caso, potrebbero effettivamente inficiare tale qualificazione; elementi infatti per buona parte rinvenibili nell'argomentazione della Corte d'Appello prima e della Corte di Cassazione successivamente, al fine di pervenire ad un giudizio della fattispecie sottoposta al loro esame in termini, appunto, di "fittizietà" e di "frode alla legge".

Prima di passare, però, a questa cruciale e finale verifica, è necessario indagare più approfonditamente i presupposti e le implicazioni della suddetta qualificazione e, alla luce di essi, ricollocare dunque in maniera più analiticamente precisa la questione di un possibile utilizzo di uno schema interpositorio reale, "in frode alla legge" e, in particolare, con finalità o effetti elusivi della riserva di attività finanziaria *ex art. 106 TUB* e, quindi, illecito.

13. *Possibile ricostruzione delle operazioni in esame quali schemi di portage*

Le operazioni qui in esame paiono riconducibili, nei loro presupposti e nelle loro implicazioni, a quegli schemi negoziali detti talora di *portage*⁵³, fenomeno questo riconducibile nell'alveo delle ricostruzioni

in virtù del fatto che somministra i mezzi finanziati, assume le decisioni e fa propri gli utili – le obbligazioni patrimoniali imputabili "formalmente" all'imprenditore palese, "prestanome", che ha speso, appunto, il suo nome. Aderendo alla più avveduta dottrina (si veda per tutti Campobasso), deve ritenersi preferibile, anche in questo ambito, attenersi ad una rigida disciplina degli indici di imputazione formale della responsabilità d'impresa che – ammettendo dunque la piena legittimità del ricorso a schemi operativi forniti dall'ordinamento per limitare quella, quali il mandato senza rappresentanza e lo stesso schema della società di capitali – affidi ad altri strumenti la repressione degli abusi che pur possono osservarsi nell'utilizzo di quegli schemi.

⁵³ Fattispecie elaborata soprattutto dalla dottrina e giurisprudenza d'Oltralpe; si vedano per tutti, T. FORSCHBACH, *Validité des promesses d'achat de droits sociaux au regard de l'interdiction des clauses léonines*, Parigi, 1990, jurisprudence 250; P. SOURMANI, *Le portage d'action*, Parigi, 1996, 3; D. SCHMIDT, *Les opérations de portage de titres de sociétés*, in *Les opérations fiduciaires*; Colloque de Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984, Parigi, 1985; Id., *La convention de portage d'actions ou les opérations fiduciaires*, Parigi, 1985; J.-P. BERTREL-M. JEANTIN, *Le portage d'action*, in *Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires*, 1991, 683; J.-L. MEDUS, *Conventions de portage et information comptable et financière*, in *Rev. sociétés*,

classiche di stampo romanistico della fiducia *cum amico*⁵⁴, che si colloca a sua volta topograficamente nell'ambito del più vasto territorio dell'interposizione reale⁵⁵ e in particolare della interposizione reale statica⁵⁶. In particolare il *portage* può qualificarsi alla stregua di una forma di fiducia-amministrazione, potendo avere ad oggetto beni di varia natura (nel nostro caso “fondi” o “mezzi” monetari, spesso e più tipicamente titoli azionari) e come contenuto la prestazione di un servizio, normalmente remunerato, prestato da parte del fiduciario/*porteur* al fiduciante/ordinante per un periodo di tempo negozialmente stabilito tra le parti. Tratto qualificante del *portage* è infatti proprio quello di dar luogo ad un trasferimento/investitura reale ed effettiva di proprietà – benché temporanea, essendone sempre necessariamente previsto il (ri)trasferimento all'ordinante (o a soggetto da questi designato) – in capo al *porteur*, al quale spetteranno,

1993, 509. Tale specifica attenzione al fenomeno, rispetto a quanto possa riscontrarsi nella nostra dottrina e giurisprudenza, risulta forse spiegabile alla luce della circostanza che l'ordinamento francese risulta più “impacciato” non conoscendo il mandato senza rappresentanza; in tal senso, cfr. A. GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1995, 646. Per un inquadramento nell'Ordinamento italiano, cfr. P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario tra proprietà temporanea e proprietà economica*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, 2008.

⁵⁴ Cfr. G. ARANGIO RUIZ, *Istituzioni di diritto romano*, Napoli, 1982, 262; G. DIURNI, voce «Fiducia e negozio fiduciario (storia)», in *Digesto/civ.*, VII, Torino, 1992, 291; U. CARNEVALI, voce «Negozio fiduciario», in *Enc. Giur.*, XX., Roma, 1990; F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1988, 424.

⁵⁵ Cfr. originariamente F. FERRARA, *Della simulazione dei negozi giuridici*, Roma, 1922, 231.; inoltre. L. NANNI, *L'interposizione di persona*, Padova, 1990, 177 (*ivi*, nota 19) e 232 (*ivi*, nota 186); laddove deve invece escludersi alcuna utilità analitica alla fattispecie tipica del *mandato di credito ex art. 1958 c.c.*

⁵⁶ Nella nozione attribuibile a L. NANNI, *op. cit.*, 175; secondo tale Autore, in via generale, gli schemi interpositori di tipo reale possono essere i più vari, dal “mandato senza rappresentanza” – come può rilevarsi nel caso qui in esame - al negozio fiduciario (nell'estrema varietà di contenuto che questo, parimenti, può assumere di volta in volta), al controllo di tipo societario, alla relazione di tipo familiare etc... (e financo anche e proprio il deposito irregolare e il mutuo, cfr. 175). Al fine di verificare la concreta rilevanza giuridica, caso per caso, della situazione di fatto e/o di diritto che di volta in volta si presenta all'interprete, rispetto alla disposizione normativa che si stia considerando, occorrerà valutare qual è il concreto assetto degli attributi domenicali tra interponente e interposto, nonché la natura di tale assetto (reale o obbligatoria). Nel senso di una riconduzione delle operazioni di *conduit* al mandato senza rappresentanza, v. anche A. NASSETTI, *op. cit.*, 4 e G. PRESTI, *op. cit.*, 222.

conseguentemente, tutti i poteri di utilizzo e le connesse prerogative/responsabilità dominicali e gestorie (per quanto, tipicamente, l'esercizio di tali poteri e prerogative debba avvenire sulla base delle indicazioni che potranno essere conferite dall'ordinante stesso, indicazioni però di valore pur sempre meramente obbligatorio e interno) in maniera, quindi, in tutto e per tutto simile a quanto abbiamo visto accadere negli schemi operativi analizzati di *fronting/IBLOR/conduit/credito passante*.

Deve poi sottolinearsi con particolare enfasi come nel *portage* tale trasferimento/investitura di proprietà in capo al *porteur*, oltre ad essere reale ed effettiva, benché transitoria, deve presentare i caratteri della "stabilità". E infatti, l'ordinante non potrà revocare l'operazione in qualunque momento a suo piacimento, *ad nutum*, rivendicando la proprietà dei beni trasferiti al *porteur*; tale proprietà del *porteur* risultando talmente vera e piena, da essere dunque opponibile, oltretutto nei confronti dei terzi, anche nei confronti dello stesso ordinante. E infatti, tra gli indici elusivi di fittizietà classicamente ricostruiti dall'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale d'Oltralpe – quella che più ha elaborato e approfondito tale fattispecie con specifico riguardo a quelle aventi ad oggetto azioni societarie⁵⁷ – deve individuarsi la facoltà che fosse concessa all'ordinante o al *porteur* di, rispettivamente, rivendicare o ritrasferire la proprietà dei beni portati in ogni momento, a loro prima richiesta, ovvero prima del termine di scadenza previsto (nel nostro caso connesso ai sottostanti rapporti di finanziamento verso i prenditori finali). In tal caso, infatti, verrebbe messa in discussione la "realità" dell'operazione facendo oscillare il pendolo verso una valutazione di "fittizietà", venendo meno quello che abbiamo visto essere un elemento qualificante della fattispecie e, cioè, la stabilità della situazione di fatto e di diritto cui si dà luogo, per quanto solo in via temporanea.

E proprio un tale tratto può considerarsi come specifico e qualificante della fattispecie del *portage* rispetto al fenomeno fiduciario *tout court*, pur senza però che ciò ne determini la fuoriuscita da esso; la dottrina⁵⁸, infatti, sembra individuare, nella possibilità del fiduciante di

⁵⁷ Cfr. gli autori sopra citati alla nota 48.

⁵⁸ Deve a tal riguardo osservarsi come nella dottrina italiana l'elemento della revocabilità *ad nutum* del mandato fiduciario, con la possibilità per il fiduciante di pretendere in qualsiasi momento dal fiduciario il ritrasferimento del bene, non appare

rientrare in ogni momento e sulla base solo di un suo atto di volontà incondizionato, un carattere consueto della fiducia ma non, tuttavia, tipico della fattispecie, ben ammettendosi che possa darsi anche la situazione “eccezionale” (che invece, come detto, deve ritenersi qualificante di ogni genuino *portage*) in cui il trasferimento non possa aver luogo al di fuori di quanto concordato nel *pactum fiduciae*⁵⁹.

Così come si evidenzia nella fiducia-amministrazione, anche nel *portage* l'operazione risulta imbastita su impulso dell'ordinante-fiduciante e nel suo principale interesse (nonostante possa ben essere prevista una remunerazione del *porteur*-fiduciario per il servizio reso), dovendosi escludere che il “fiduciario” possa attribuirsi benefici personali dall'amministrazione del bene e, per converso, che ad esso possano conseguire pregiudizi patrimoniali (rischi), seppur ciò solo per effetto all'assetto negoziale stabilito tra le parti.

E infatti, la possibilità di ricostruire le operazioni in esame in termini di *portage* pare proprio appuntarsi sul peculiare assetto dei rischi che, dalla effettività e concretezza della situazione di fatto e di diritto a cui dà luogo il *portage*, viene a determinarsi, rispettivamente, in capo al *Credit Support Provider*/ordinante e alla banca *conduit/porteur*⁶⁰. Benché, come visto nella ricostruzione sopra condotta, uno dei tratti imprescindibili e qualificanti della fattispecie sia proprio la traslazione del “rischio di credito” verso il prestatore finale dalla banca *conduit/porteur* al *Credit Support Provider*/ordinante, attraverso tutta una serie di pattuizioni negoziali contenute nella convenzione interbancaria e finalizzate ad indennizzare la prima da qualsiasi pregiudizio possa derivarle; cionondimeno essa banca *conduit*, assumendo la veste di effettivo e reale “finanziatore” sul mercato, accetta di assumere comunque direttamente su di sé tutte le responsabilità (legali, patrimoniali e reputazionali) che potrebbero da ciò eventualmente derivarne, verso il prestatore finanziato o i terzi (ivi

essere un tratto qualificante della fattispecie; anzi, per lo più si ritiene applicabile la disciplina del mandato che, come noto, può ben prevedere la sua irrevocabilità, cfr. A. GAMBARO, *La proprietà*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 1990, 250.

⁵⁹ Proprio in virtù di tale tratto di specificità del *portage*, si potrà dire che esso costituisca una variante “atipica” della fiducia romanistica di base.

⁶⁰ E per più versi accostabile alla “potestà di abuso” quale elemento caratterizzante del fenomeno fiduciario: cfr. F. FERRARA, *op. cit.*, richiamandosi alla tesi del giurista tedesco REGELSBERGER.

compresa l'Autorità di Vigilanza). Salva poi, come detto, la eventuale retrocessione negoziale di quelle conseguenze patrimoniali in capo all'ordinante. Ma allora è evidente come l'intervento della banca *conduit/porteur*, in virtù della posizione reale che essa così accetta di assumere, non sarà mai totalmente "neutro", comportando per essa, almeno, il rischio dell'inadempimento (anche per effetto dell'eventuale insolvenza) del *Credit Support Provider*/ordinante alle sue obbligazioni (ad esempio di indennizzo e manleva) derivanti dalla "convenzione interbancaria".

D'altra parte, anche il *Credit Support Provider*/ordinante, per lo stesso motivo e cioè la effettività e concretezza della situazione fattuale e giuridica che viene a determinarsi e che tale rimane per tutta la durata dell'operazione⁶¹, accetta di correre tutta una serie di rischi; per effetto dell'investitura reale dei fondi, in capo alla banca *conduit/porteur*, il primo viene a perdere qualsiasi posizione capace di conferirgli una tutela proprietaria (e possessoria) reale, godendo di una mera posizione obbligatoria (restitutoria) esclusivamente nei confronti della banca *conduit*. E infatti, poiché il *Credit Support Provider*/ordinante non intrattiene alcun rapporto diretto col terzo prestatore – laddove anzi, come visto, la Cassazione attribuisce proprio al fatto che il *Credit Support Provider* si riservi un subentro diretto nelle azioni negoziali che spettano alla banca *conduit*, un elemento fortemente indiziario dell'elusività dello schema – esso rimane conseguentemente esposto ai rischi che potrebbero discendere dall'inadempimento⁶² della banca *conduit/porteur* (anche per effetto dell'eventuale insolvenza di quest'ultima)⁶³. E oltre a tale profilo di rischio sotto un profilo "proprietario", anche sotto un profilo "gestionale", il *Credit Support*

⁶¹ Ricordiamo, infatti che la stabilità, pur temporanea, degli effetti del *portage* ne costituisce un elemento qualificante, non potendosi così ritenere che l'ordinante o il *porteur* (o, addirittura, entrambi) possano in qualunque momento e unilateralmente procedere a "smontare" l'operazione, rivendicando o ritrasferendo la proprietà del bene "portato", pena una sua ricostruzione in termini di simulazione, ovvero in termini di frode alla legge.

⁶² Si pensi all'evenienza di discostamento dalle istruzioni ricevute dal *Credit Support Provider* in ordine alla gestione del sottostante rapporto di finanziamento verso il prestatore finale, in violazione degli impegni assunti nella convenzione.

⁶³ I fondi, infatti, entrano a tutti gli effetti, anche contabili nel patrimonio del *porteur*, diventando così aggredibili dai suoi creditori senza che all'ordinante (o dei suoi creditori), in principio, spetti alcun rimedio "reale".

Provider/ordinante non potrà vantare direttamente alcun diritto, azione o prerogativa negoziale verso il prenditore finale, rimanendo pienamente esposto al rischio dell'inadempimento o all'infedeltà nell'esecuzioni delle sue istruzioni da parte della banca *conduit/porteur*, ad esempio in merito alle modalità di esercizio dei diritti negoziali di risoluzione e/o recesso relativi al contratto di finanziamento stipulato col prenditore finale.

Così proposta una possibile ricostruzione delle operazioni in esame in termini di schemi di *portage*, ai fini di focalizzare con precisione il profilo analitico da noi qui adottato, giova ricordare come in questa sede ci concentriamo a considerare situazioni di interposizione “finanziaria” in cui cioè la banca *porteur/conduit* risulta descrivibile come soggetto interposto dall'ordinante/*Credit Support Provider*, nella proprietà/possesso/detenzione, di fondi monetari (e quindi nella titolarità ed esercizio dei connessi diritti negoziali derivati dal loro prestito a terzi prenditori e anche nei confronti dei terzi, in generale, financo lo stesso ordinante). Per quanto ampiamente visto sin qui, rilevanti ai nostri fini risultano essere i profili di possibile elusione della riserva di attività finanziaria posta a garanzia dell'applicazione della disciplina specialistica che impone il rispetto di obblighi o divieti comportamentali, organizzativi e gestionali e, comunque, finalizzata a imporre conseguenze giuridiche in capo a chi appaia e agisca esternamente come “finanziatore” verso il “pubblico”; e così, allora, anche se ciò avvenga nella veste di “interposto reale” per altri soggetti interponenti. In tal senso, ove tale soggetto interposto, sia però (proprio) un soggetto “autorizzato” e quindi tenuto al rispetto di quella disciplina, il problema di una violazione della riserva di attività finanziaria “per interposta persona” – come ampiamente detto sopra – non pare potersi neppure ipotizzare, perlomeno in via generale.

Generalmente, infatti, da una tale assimilazione della operazione in esame al fenomeno dell'interposizione reale – e quindi, nella prospettiva, qui suggerita, agli schemi di *portage* – potrebbe semmai derivare, in punto di disciplina, l'applicabilità diretta di quelle disposizioni legislative che facessero esplicito riferimento⁶⁴ al generico

⁶⁴ Riferimenti al generico fenomeno dell'interposizione possono individuarsi, nel tempo, in molteplici disposizioni dell'ordinamento; in via esemplificativa: artt. 323, 378, 1261, 1471 n. 3 e 4 2357, comma 5, 2358, comma 2, 2359, comma 2, art. 2359-*quater*, comma 6, 2360 c.c.; art. 1, R.D. 239/1942; art. 9, L. 1962/1745; art. 32, D.P.R.

fenomeno dell'interposizione per integrare la situazione di fatto o di diritto di volta in volta da esse considerata; il più delle volte si tratterà così di sancire l'imputabilità in capo all'interponente – in una prospettiva statica (l'intestazione), ovvero dinamica (l'acquisto) – della proprietà, del possesso, della detenzione o del “controllo” di o su determinati beni (nel *portage* strettamente inteso, tipicamente ma non necessariamente, azioni societarie) o diritti (tipicamente, quindi, il diritto di voto), al fine di ritenere ad esso applicabili divieti, ovvero obblighi⁶⁵.

600/1973; art. 4-bis, L. 216/ 1974; art. 3, d.l. 26/1979 convertito con la L. 95/1979; art. 6 L. 576/1982; art. 1, L. 936/1982; art. 10 L. 281/1985; art. 2 D.L. 233/1986; art. 13 L.223 /1990; art. 13 L. 20/1991; artt. 21, 105 e 110 D.Lgs. 385/1993; art.17, comma 11 L. 109/1994; artt. 29 e 60 D.Lgs. 415/1996; artt. 17, 105 e 115, D.Lgs. 58/1998; art. 83 D.Lgs. 270/1999; artt. 69 e 71 D.Lgs. 209/2005. Rimandiamo, sul tema a F. DI MAIO, *La revocatoria del “pagamento tramite le società previste nell’art. 1 della legge 23 novembre 1939, n. 1966”*: *semiotica e semantica delle espressioni “per il tramite di società fiduciarie” e “per interposta persona”*, in *Dir. fall.*, 2006, 1262. È qui interessante riportare le considerazioni di un Autore che evidenzia come «L’art. 1344 cod. civ. consente inoltre di ricomprendere nei divieti i casi in cui l’attività è svolta per interposta persona anche nelle ipotesi in cui l’interposizione non è menzionata nella norma, ma, si ripete, ciò è ammissibile solo in forza dell’art. 1344 cod. civ., dunque solo qualora la norma elusa sia imperativa. [...]». Da queste osservazioni si deduce che l’estensione della nullità dell’atto all’ipotesi in cui questo sia compiuto per interposta persona è inutile quando l’ordinamento consente di ricavare la stessa conseguenza in forza dell’art. 1344 cod. civ.; è utile invece, perché legittima una soluzione alla quale l’interprete non potrebbe giungere, quando la conseguenza è l’annullabilità, o la validità eventualmente accompagnata da effetti peculiari che la norma non consentirebbe di ricavare: si pensi al meccanismo previsto dai richiamati artt. 2357 e 2359-bis.»: così L. NANNI, *op. cit.*, 194.

⁶⁵ Il tema si collega direttamente e strettamente a quello della frode alla legge per mezzo dell'interposizione reale. Come vedremo al successivo paragrafo, in assenza di una esplicita previsione legislativa volta ad estendere la sua applicazione anche all'ipotesi in cui la situazione da essa considerata risulti integrata per mezzo di un soggetto interposto, al fine di poter applicare lo schema della “frode alla legge” occorrerà procedere con cautela ad indagare la ricorrenza dei suoi requisiti oggettivi e soggettivi, nei termini in appresso ricostruiti. Deve rilevarsi che la dottrina assolutamente prevalente, allorché si è trovata ad indagare il contenuto del generico e non meglio qualificato rinvio a situazioni di proprietà/possesso/detenzione/controllo/acquisto/etc. “tramite interposta persona”, ha generalmente fatto riferimento ad un concetto generico e lato, senza distinguere tra interposizione fittizia e reale. Si vedano ad es. F. DI MARZIO, *Frode alla legge nei contratti*, in *Giust. civ.*, 1998, II, 434; G. SBISÀ, *Società e imprese controllate nel d.l.*

Da questo punto di vista, assai significativo – ben comprensibile, alla luce della ricostruzione sopra proposta del contenuto della riserva in esame e coerente con essa – appare il fatto che, né nell’ambito dell’articolo 106, né in quello dell’art. 132, venga espressamente considerato l’esercizio dell’attività riservata anche qualora esso risulti esercitato “per interposta persona”.

Ma anche a prescindere da questo assai significativo dato letterale (omissivo), deve comunque notarsi come nei casi di “interposizione reale” la possibilità di applicare un regime di disciplina in capo all’interponente, richiederà pur sempre (e quindi anche nei casi in cui tale specifica “modalità” di esercizio sia considerata esplicitamente dalla norma, a maggior ragione ove, come nel caso qui in esame, non lo sia), di essere attentamente verificata e ponderatamente valutata, caso per caso alla luce della specifica *ratio* della norma che si stia di volta in volta considerando; e ciò, quindi, con l’obiettivo di verificare la possibilità di riferire in capo al soggetto interponente reale la situazione di fatto o di diritto considerata dalla norma stessa e i suoi effetti (mentre evidentemente più facilmente potrebbe pervenirsi a quella conclusione, ove si abbia riguardo a fenomeni di interposizione simulatoria, fittizia).

Così, ad esempio, ove la norma in questione, di natura tributaria, abbia riguardo a profili di imputabilità di elementi di reddito, in relazione ai casi di *IBLOR* opachi occorrerà, come visto, aver riguardo all’effettivo assetto delle relazioni di tipo obbligatorio e patrimoniale – anche superando lo schermo di una (fiscalmente “mera”) interposizione reale – al fine di pervenire ad una corretta attribuzione dello status di “finanziatore” (“beneficiario effettivo”), con tutto ciò che potrebbe allora conseguire fiscalmente (per quanto ormai, solo eventualmente) in capo al *Credit Support Provider*.

Similmente, ove la norma avesse riguardo a profili di tipo prudenziale – connessi dunque all’aspetto dell’incidenza e sopportazione del rischio di credito – rileverà il momento negoziale/decisionale/gestionale e di riferibilità ultima dei “beni” oggetto di *portage*, alla luce della prospettiva in capo all’interponente di rientrare in rapporto diretto con tali beni; da questo punto di vista, allora, apparirebbe evidentemente incongruo pretendere di non

9 aprile 1991, n. 127, in *Riv. soc.*, 1992, 906 e A. GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, cit. 620.

applicare, in capo ad una banca che nell'operazione svolgesse il ruolo di *Credit Support Provider*, la disciplina prudenziale di contenimento del rischio ordinariamente ad essa applicabile nello svolgimento dell'attività bancaria, opponendo a tal fine l'obiezione che essa non sarebbe qualificabile come "finanziatore" sul mercato, per effetto dello schema interpositorio reale in essere. Sarebbe invece qui ben evidente come – a fini di vigilanza prudenziale – dovrebbe essere il *Credit Support Provider* ad esser qualificabile in termini di "finanziatore" su cui grava, "in ultimo", il rischio di credito (esattamente in linea con quanto infatti abbiamo visto accadere nelle istruzioni di vigilanza di Banca d'Italia con riguardo al trattamento del "credito passante").

Al contrario, invece, come ben visto fin qui, ove si abbia riguardo alla riserva di attività finanziaria *ex art.* 106 TUB, al fine quindi di individuare quali soggetti sottoporre a vigilanza – imponendo conseguentemente loro, sia il rispetto di doveri comportamentali esterni, come anche di presidi organizzativi, prudenziali e di *governance* interni – occorrerà riferirsi al dato fattuale, "topografico", della posizione di contatto effettivamente tenuta sul "mercato", nei confronti del "pubblico" e in tal senso lo schermo dell'interposizione reale – che sia effettivamente tale – impedirà che qui lo *status* di "finanziatore" possa correttamente ed efficacemente imputarsi, per quanto in via "indiretta", in capo al *Credit Support Provider*. Certo, una tale conclusione potrà venir meno laddove, in relazione al concreto atteggiarsi delle relazioni intercorse – nei suoi complessivi e specifici tratti negoziali – siano osservabili elementi capaci di incrinare la "realità" di quello schermo interpositorio, per farlo degradare al rango di mero schermo fittizio, di "paravento".

14. *Le operazioni in esame, simulazione e interposizione fittizia*

Le operazioni esaminate potrebbero presentare, perlomeno di primo acchito, più di un tratto di familiarità con il fenomeno simulatorio; in particolare, pare assumere qui specifico interesse il fenomeno della simulazione oggettiva⁶⁶, assoluta o relativa. Con tale meccanismo,

⁶⁶ E non tanto quello della simulazione soggettiva relativa, o "interposizione fittizia di persona". Come noto, tale ultima figura assume rilevanza nell'ambito dell'attività negoziale, consistendo nell'attribuzione ad un soggetto che spende il proprio nome nella contrattazione, ma di per sé estraneo al programma negoziale, il

come ben noto⁶⁷ e per quel che qui più rileva, le parti stipulano un negozio solo apparente (il negozio simulato, appunto), che in realtà non vogliono affatto (parlandosi in tal caso di simulazione assoluta), ovvero volendo in realtà concludere un diverso negozio, il “negozio

ruolo di controparte contrattuale apparente; tale parte assume dunque spesso la qualifica di “prestanome”. Perché si abbia interposizione fittizia di persona, per pressoché unanime voce dottrinale e giurisprudenziale, è necessaria un’intesa simulatoria trilaterale di cui il terzo sia parte, con sua piena consapevolezza e accettazione, quindi, del ruolo di interposto fittizio rivestito dalla sua controparte formale che interviene nella negoziazione; in caso contrario non si avrebbe un fenomeno simulatorio, ma di interposizione reale, al quale il terzo rimane del tutto estraneo, l’interposto assumendo la veste di effettivo contraente e acquistando in proprio i diritti conseguenti. Diversa è invece la situazione della simulazione oggettiva (assoluta o relativa) in cui, sulla base di un negozio simulato, un soggetto può venire ad assumere la veste di titolare apparente di diritti su un bene: anche in tal caso, similmente a sopra, esso sarà spesso detto interposto fittizio o “prestanome”. In tal caso però si tratterà di una “interposizione” nella titolarità di un bene, e non tanto, come nel primo caso, nell’attività negoziale. I due fenomeni possono spesso coesistere e incrociarsi; così, l’interposto fittizio o “prestanome” titolare apparente (per effetto di una simulazione oggettiva assoluta), che svolga attività negoziale potrà ben assumere la veste di interposto (negoziale) reale, laddove il terzo con cui contratti non sia parte dell’intesa simulatoria.

⁶⁷ Non possiamo neppure sommariamente dar conto, in questa sede, delle articolate posizioni dottrinali che si possono riscontrare nella nostra letteratura civilistica in relazione alla struttura giuridica della fattispecie, al suo contenuto causale, alla natura dell’accordo simulatorio etc., rimandando sin nella dottrina più risalente, tra gli altri, a G. MESSINA, *La simulazione assoluta*, in *Riv. dir. comm.*, 1907, I, 393, ora in *Scritti giuridici*, Milano, 1948, V, 69; S. PUGLIATTI, *La simulazione nei negozi unilaterali*, in *Diritto civile, Metodo – Teoria-Pratica*, Milano, 1951; S. ROMANO, *Contributo esegetico alla teoria della simulazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, I, 46; A. AURICCHIO, *La simulazione del negozio giuridico*, Napoli, 1957; N. DISTASO, *La simulazione dei negozi giuridici*, Torino, 1960; F. VALENTE, *Nuovi profili della simulazione della fiducia*, Milano, 1961; F. MARANI, *La simulazione negli atti unilaterali*, Padova, 1971; A. GAMBARO, *Revocatoria fallimentare e simulazione del prezzo*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 71; M. BRONZINI, *Caratteristiche e prove della simulazione*, in *Archivio Civile*, 1984, I, 1265; M. MUTI, *La simulazione del contratto nel sistema del diritto civile*, Milano, 1986; A. PELLICANÒ, *Il problema della simulazione dei contratti*, Padova, 1988; C. CERONI, *Autonomia privata e simulazione*, Padova, 1990; L. NANNI, *op. cit.*, 2; P. CASELLA, voce «Simulazione (diritto privato)», in *Enc. Dir.*, XLII, Milano, 1990, 593; G. FURGIUELE, *Della simulazione di effetti negoziali*, Padova, 1992; R. SACCO, voce «Simulazione (diritto civile)», in *Enc. Giur.*, XXVIII, Roma, 1992; E.F. RICCI, *Sull’accertamento della nullità e della simulazione dei contratti come situazioni preliminari*, in *Riv. dir. process.*, 1994, 652.

dissimulato” (in tal caso parlandosi di simulazione relativa). La simulazione presuppone un accordo tra le parti (l’accordo simulatorio), nel quale esse si danno reciprocamente atto dell’effettiva volontà perseguita e dell’intenzione di procedere, solo simulatamente, a scambiarsi dichiarazioni negoziali contrastanti con quella; gli scopi della simulazione possono essere i più diversi, leciti o illeciti (in tal caso avendosi una simulazione fraudolenta), sottintendendo tutti, come ovvio, una esigenza di occultamento dell’effettivo programma negoziale. Il fenomeno che qui più ci interessa è dunque proprio quello della titolarità apparente che si determina in capo al “prestanome”, stanti le evidenti (ma, vedremo ora, superficiali) similitudini con la situazione dell’interposizione reale (o del *portage*⁶⁸). E infatti, volendo parlare di queste similitudini, non può innanzitutto non osservarsi come, sotto un profilo strutturale, si assista in entrambe le situazioni a una dualità di rapporti giuridicamente rilevanti, l’uno all’interno, l’altro all’esterno; così come nel *portage* abbiamo la convenzione negoziale tra ordinante e *porteur* (il *funding agreement* o “convenzione interbancaria”) che disciplina a livello meramente obbligatorio i reciproci obblighi e diritti, così nella simulazione avremo l’accordo simulatorio.

⁶⁸ Laddove abbiamo visto che la struttura classica del *portage* vede un’ordinante trasferire al *porteur* un bene (spesso una partecipazione azionaria), e nel nostro specifico caso di *portage* finanziario dei “fondi monetari”, con l’intesa che questo la gestisca nell’interesse e secondo le istruzioni del primo e poi la (ri)trasferisca all’esito dell’operazione; in tal senso, allora, come già detto, la fattispecie che pare qui analiticamente confrontabile è quella della simulazione oggettiva (e della intestazione apparente che ne consegue) e non, invece, quella dell’interposizione negoziale (fittizia o reale; tale situazione potrebbe rilevare esclusivamente nel momento negoziale “dinamico” dell’acquisto del bene “portato” e, peraltro, solo nel caso in cui questo, come può certamente succedere, avvenga da terzi venditori e non – come nel caso da noi esaminato – dall’ordinante stesso e non, già, sotto il profilo “statico” della titolarità/intestazione del bene “portato”). Deve ricordarsi qui come risulti tuttora controversa in dottrina la sistematizzazione dogmatica del fenomeno simulatorio in relazione a quello dell’interposizione di persona, reale e fittizia. A fronte della risalente e tuttora dominante elaborazione di una figura dogmatica unitaria dell’interposizione, attribuibile all’opera del Ferrara, si sono espresse autorevoli riserve che mantengono tuttora piena attualità (cfr. F. CAMPAGNA, *Il problema dell’interposizione di persona*, Milano, 1962, e A. LUMINOSO, *Il mandato e la commissione*, in *Tratt. Rescigno*, XII, Torino, 1985, 18. Per una ricognizione di queste problematiche si veda F.M. GIULIANI, *Interposizione, fiducia e dichiarazioni dell’altrui appartenenza, sulle orme di un caso giurisprudenziale*, in *Giur. Comm.*, 1994, II, 8.

Similmente a quanto avviene normalmente in caso di simulazione con riguardo al titolare apparente, anche nelle operazioni qui esaminate la banca *conduit* agisce in nome proprio, senza così (necessariamente) rivelare all'esterno, nei rapporti con i terzi, di agire nell'interesse dell'ordinante/*Credit Support Provider*; entrambi sono dunque qualificabili, ove osservati dall'esterno, come "titolari", interposti reali. L'interesse che deve essere perseguito dalla banca *conduit*, così come dal titolare apparente, è sempre e principalmente quello, rispettivamente, dell'ordinante/*Credit Support Provider* e del titolare effettivo; né l'uno né l'altro possono perseguire interessi personali e, viceversa, possono subire conseguenze patrimoniali pregiudizievoli, dovendo godere di un regime negoziale di piena neutralità. Le similitudini si arrestano però qui, potendosi allora individuare altrettanti e significativi tratti distintivi che paiono rendere giuridicamente discutibile ogni assimilazione tra i due fenomeni⁶⁹. Innanzitutto deve sottolinearsi come le finalità perseguite nei due casi appaiono non accostabili, rispondendo tipicamente, le operazioni in esame, ad una molteplicità di finalità pratiche non riducibili a quello della mera "schermatura"⁷⁰ e potendosi anzi sostenere, come visto, che tale schema

⁶⁹ In tal senso, con specifico riguardo alle operazioni *conduit*, v. G. PRESTI, *op.cit.*, 221, per il quale «certamente da scartare è l'idea di essere dinnanzi ad una ipotesi di interposizione fittizia della banca». Diversamente, in via generale, nel senso di un'assimilazione nella sostanza dei due fenomeni della fiducia romanistica e della simulazione, cfr. U. MORELLO, *Fiducia e negozio fiduciario: dalla "riservatezza" alla "trasparenza"*, in *I trusts in Italia oggi*, I. BENVENUTI (a cura di), Milano, 1996, 82. Nel senso di una assimilazione tra simulazione e interposizione reale cfr. anche A. GENTILI, *Il contratto simulato*, Napoli, 1979, 323. Nel senso di dover tener invece distinti i due fenomeni si esprime la maggioranza della dottrina, cfr. F. FERRARA, *I negozi fiduciari*, in *Scritti N. SCIALOJA*, Roma, 1905, 56; P.G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968, 13; C. GRASSETTI, *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, 345; F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2006, 980; F. DI MAIO, *Società fiduciaria e contratto fiduciario*, Milano, 1977, 23; ID., *Diritto agli utili e intestazione fiduciaria di partecipazioni sociali*, in *Società*, 2001, 974. In giurisprudenza cfr. Cass. 18 ottobre 1988, n. 5563; Cass. 23 giugno 1998, n. 6246 in *Nuova giur. comm.*, 2000, I, 460; Cass. 18 ottobre 1991, n. 110251, in *Giust. civ.*, 1991, 1502.

⁷⁰ E, nel caso in esame, come detto, questa finalità potrebbe proprio riscontrarsi in quella di evitare la violazione di una riserva di attività, accedendo al modello "virtuoso" dell'esercizio di quella "in via indiretta" attraverso un soggetto a ciò debitamente "autorizzato". Con riferimento alla logica sottostante all'operazione

dovrebbe oggi ritenersi il solo “virtuoso” da adottarsi tutte le volte in cui si voglia procedere ad un esercizio “in via indiretta” dell’attività finanziaria che garantisca quindi il rispetto di prassi corrette e conformi a criteri di legalità. Ma anche laddove una mera finalità di “riservatezza” appaia dominante, le tecniche con cui questa è ottenuta nei due casi appaiono giuridicamente irriducibili l’una all’altra. Nel caso della simulazione, le parti daranno luogo ad una falsa apparenza esterna, volta a celare ai terzi la reale loro volontà dissimulata. Nel caso delle operazioni qui in esame, così come in ogni *portage*, al contrario, non si verifica affatto alcuno scostamento tra apparenza esterna e realtà interna, tra volontà e dichiarazione; si assiste qui, per effetto della libera autonomia negoziale delle parti, alla creazione di una nuova situazione giuridica, reale e stabile (non unilateralmente revocabile cioè), in capo alla banca *conduit/porteur* che oblitera il soggetto *Credit Support Provider/ordinante*, non limitandosi a celarne l’identità. In tal senso la banca *conduit/porteur*, per esplicita volontà delle parti, deve ritenersi ed atteggiarsi, per gli effetti della riserva ex art. 106 TUB, quale effettivo “proprietario” del bene portato (nel nostro caso i “fondi finanziari” oggetto di impiego, tramite erogazione di un finanziamento da parte della banca *conduit* al prestatore finale) e, conseguentemente, come il vero “finanziatore”, con tutto ciò che ne consegue in termini di prerogative, diritti, rischi e responsabilità connessi.

A tale conclusione non pare in alcun modo opponibile la pur corretta considerazione che tali prerogative, diritti, rischi e responsabilità potranno poi essere ritrasferiti e traslati sull’ordinante, avendo già visto come ciò possa avvenire solo in via meramente obbligatoria e imperfetta; con particolare riguardo al profilo del rischio di credito, abbiamo infatti già visto come tale traslazione è per sua natura limitata,

risulta interessante evidenziare il passaggio della sentenza nel quale si riporta come «secondo quanto chiarito dal direttore generale ed amministratore delegato di IBS, Me.Gi., l’investimento in pool da parte di IBS consentiva a CR di contenere l’affidamento nei limiti prescritti del 25% del patrimonio di vigilanza, di essere banca capofila, e di conservare con l’affidato e con i mutuatari un rapporto esclusivo; CR non costituiva, dunque, un mero schermo di copertura rispetto al reale finanziatore, in quanto manteneva il ruolo di banca capofila; non escluderebbe la natura di mero investimento la valutazione del merito creditizio da parte di IBS, in quanto qualsiasi investitore deve osservare un obbligo di diligenza; peraltro, soltanto CR conduceva l’istruttoria per il finanziamento, residuando un lasso di tempo minimo per l’accettazione e la stima dell’immobile da sottoporre a garanzia».

la banca *conduit/porteur* assumendo pur sempre pienamente su di sé (perlomeno) il rischio di inadempimento (anche per effetto dell'insolvenza) dell'ordinante/*Credit Support Provider*, rispetto, tipicamente⁷¹, agli impegni di manleva da esso assunti e, viceversa, l'ordinante/*Credit Support Provider* il rischio di inadempimento (anche per effetto dell'insolvenza) della banca *conduit/porteur* rispetto, ad esempio, alle obbligazioni da quest'ultima assunte nei confronti del primo, in relazione alla restituzione dei fondi depositati, ovvero al conformarsi alle istruzioni fornite dal *Credit Support Provider* in ordine alla gestione della sottostante relazione col prestatore finale.

A livello di disciplina applicabile, con particolare riguardo agli effetti interni e esterni delle due situazioni, devono allora trarsi conseguenze giuridiche ben differenti. Con riguardo agli effetti interni, la banca *conduit/porteur*, acquisisce in proprio diritti che sono opponibili anche all'ordinante/*Credit Support Provider* e che potranno (e dovranno) essere a questi ritrasferiti solo in virtù di successivi atti, nei termini stabiliti negozialmente nella "convenzione interbancaria"; non altrettanto può dirsi, evidentemente, nel caso di simulazione. In questo caso, infatti, tratto distintivo e imprescindibile è proprio quello della reversibilità costante della situazione di apparenza creata dalle parti, ciascuna di esse potendo, unilateralmente e in ogni momento, *ad nutum*, procedere al disvelamento della situazione dissimulata ricorrendo, se necessario, all'azione di accertamento. Nelle operazioni di credito passante/*IBLOR/fronting*, viceversa, abbiamo visto che un tratto costitutivo della fattispecie deve proprio individuarsi nella irrevocabilità *ad nutum*, e, dunque, nella stabilità temporale dell'assetto di interessi determinatosi, fino alla scadenza contrattuale concordata tra le parti e qui connessa e speculare alla sottostante relazione negoziale intervenuta con il terzo prestatore. Quanto agli effetti "esterni", nei confronti dei terzi, poi, l'inopponibilità del negozio simulatorio potrà valere solo in presenza della buona fede; viceversa, stante la titolarità effettiva del diritto in capo alla banca *conduit/porteur*, il rapporto interno tra ordinante e *porteur*, quale *res inter alios acta*, sarà

⁷¹ In base alle strutture normalmente utilizzate – come descritte anche nelle disposizioni prudenziali sul "credito passante" – l'operazione è normalmente di tipo *funded*, con predisposizione sin dall'inizio da parte del *Credit Support Provider* di un deposito presso la banca *conduit* corrispondente agli importi erogati al prestatore finale, neutralizzandosi così in capo a quest'ultima alcun "rischio di credito".

assolutamente inopponibile ai terzi, nella fattispecie, al prestatore del finanziamento, quand'anche ne fossero a conoscenza o anche in caso di mala fede, e ciò in virtù dell'art. 1372 c.c. Nel caso delle operazioni *conduit*, parimenti, non risulteranno applicabili le norme che prevedono l'inopponibilità del negozio simulato ai creditori di buona fede del titolare apparente⁷², né, similmente, risulteranno giustificate le limitazioni probatorie previste per la simulazione dell'art. 1417 c.c..

Da quanto detto, possiamo allora concludere nel senso che ogni assimilazione tra le operazioni in esame - sul presupposto che queste risultino effettivamente riconducibili ad uno schema interpositario "reale" e non sia pertanto inquinate da "elementi di fittizietà" che ne possano incrinare tale natura - e fenomeno simulatorio deve essere respinta in quanto fuorviante e pregiudizievole di quella che è la corretta ricostruzione della ben diversa volontà espressa dalle parti dando corso a tale operazione nel libero esercizio della loro autonomia contrattuale.

15. *Le operazioni in esame e frode alla legge*

Alla luce dei richiami operati dalla Corte occorre, infine, farsi carico di approfondire meglio la possibilità di applicazione, in tale fattispecie, del fenomeno generale, più volte da essa richiamato, della "frode alla legge"; istituto che costituisce nel nostro ordinamento lo strumento logico-giuridico tradizionale attraverso il quale la pretesa elusività di un negozio, e ancor più di un'operazione o schema negoziale, viene spesso affermata e sanzionata.

Come noto, l'art. 1344 c.c. dispone l'illiceità della causa di un contratto allorché questo costituisca il mezzo per eludere l'applicazione

⁷² Cfr. ad es. Cass. 18 ottobre 1991, n. 11025, in *Giust. civ.*, 1991, 1502. In tal senso il *pactum fiduciae* (la convenzione di *portage*) potrà essere opponibile ai creditori del *porteur*/fiduciario (non applicandosi le limitazioni dell'art. 1416 c.c.) al fine di provare la "doverosità" del ritrasferimento all'ordinante, da parte del *porteur*, dei "beni portati" e, quindi, la non suscettibilità di azione revocatoria di tale atto. Diverso è il caso dell'aggregabilità dei beni fiduciati da parte dei creditori del fiduciario (prima che ne sia avvenuto il ritrasferimento al fiduciario; in tal senso si ritiene che il *pactum fiduciae* sia inopponibile ad essi e al fallimento al fine di separare i beni dalla massa fallimentare del fiduciario: così F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 1990, II, 396 e in giurisprudenza Trib. Napoli, 5 ottobre 1972, in *Dir. fall.*, 1973, II, 240.

di una norma imperativa che, pur parendo rispettata nella lettera, risulti però disattesa nello spirito⁷³. La norma non viene quindi violata direttamente – avendosi altrimenti un contratto illecito – ma in via indiretta, dandosi così luogo al fenomeno dell’elusione⁷⁴; un tale risultato potrà raggiungersi, talora piegando un contratto tipico, di per sé lecito, ad un utilizzo strumentale (spesso modificandone il contenuto tipico tramite l’inserzione di clausole o patti aggiuntivi), altre volte combinandolo con altri schemi negoziali, anch’essi di per sé leciti⁷⁵.

⁷³ Per tutti può rinviarsi a L. CARRARO, *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1943; A. CESSARI, *La struttura della fraus legi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1953, 1071; G. GIACOBBE, *La frode alla legge*, Milano, 1968; U. MORELLO, *La frode alla legge*, Milano, 1969; ID., voce «Negozio in frode alla legge», in *Enc. Giur.*, XX, Roma, 1990; ID., voce «Frode alla legge», in *Digesto/civ.*, Torino, 1992, 501; A. PUGLIESE, *Riflessioni sul negozio in frode alla legge*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 161; G. D’AMICO, *Libertà di scelta del tipo contrattuale e frode alla legge*, Milano, 1993; G. CRICENTI, *Contratti in frode alla legge*, Milano, 1996. In relazione alla contigua figura del “negozio indiretto”, si rinvia ai classici lavori di P. GRECO, *Le società di comodo e il negozio indiretto*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 757 e di S. RUBINO, *Il negozio giuridico indiretto*, Milano, 1937. Per un’illustrazione più recente dell’istituto si rinvia a M. DI PAOLO, voce «Negozio indiretto», in *Digesto/civ.*, XII, Torino, 1995, 124. In giurisprudenza può rinviarsi a Cass. 21 dicembre 1984, n. 6650, in *Giust. civ.* 1984, 1222.

⁷⁴ Cfr. L. CARRARO, *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1943, 2. Ciò vale a distinguere l’istituto in esame da altre situazioni quali l’interposizione fittizia e in generale la simulazione, nonostante, specie in giurisprudenza, possa rilevarsi spesso confusione tra i due istituti (cfr. ad es. Cass. 3 aprile 1989, n. 1611, in *Giust. civ.*, 1989, 114). Si consideri che, affinché possa parlarsi correttamente di frode alla legge occorrerà riconoscere la natura di per sé lecita, efficace e reale dell’assetto di interessi divisato dalle parti; in tal senso, parlare di frode alla legge con riferimento ad uno schema di *portage* vorrà dire, innanzitutto, riconoscere il carattere reale del trasferimento proprietario a cui le parti hanno inteso dar luogo e, conseguentemente, la natura genuina dello status di *finanziatore* rivestito dal *porteur*. Ove così non fosse, ci troveremmo piuttosto innanzi ad una situazione di simulazione e non tanto di frode. E se, allora, il contratto dissimulato si pone in contrasto con la norma imperativa si avrà una violazione diretta, tale contratto dovendosi ritenere *contra legem* e dovendosi allora ritenere applicabile l’art. 1417 c.c. in tema di prova della simulazione che, in tal caso, essendo diretta a far valere l’illiceità del contratto dissimulato, sarà libera anche per le parti; in tal senso può rinviarsi a F. FERRARA, *op.cit.*, 70, oltretutto a G. CRICENTI, *op. cit.*, 56 e a L. CARRARO, *op. cit.*, 104. In giurisprudenza vedasi, Cass., 26 aprile 1969, n. 1361, in *Giur.it.*, 1970, I, 116.

⁷⁵ Nonostante l’art 1344 c.c. si riferisca all’ipotesi del *contratto* in frode alla legge, si ritiene pacifica l’estensione dell’istituto anche (e forse ancor più) al caso della combinazione di diversi contratti finalizzata all’elusione; in tal senso si veda, per tutti

Nonostante l'apparente chiarezza della situazione descritta con la formula della "frode alla legge", l'istituto in questione è apparso come uno dei più travagliati del nostro dibattito dottrinale, essendone sempre risultata altamente controversa la collocazione nell'ambito della teoria generale del contratto. Tradizionalmente quel dibattito si è polarizzato attorno a due teorie, la teoria oggettiva e quella soggettiva su cui, evidentemente, in questa sede, non possiamo soffermarci, essendo sufficiente osservare come entrambe sottendono la distinzione delle norme imperative in "norme formali" e in "norme materiali"⁷⁶.

Alla luce della ricostruzione sin qui condotta delle operazioni di *fronting/IBLOR/portage* nei loro tratti tipici, emergerà allora evidente come la tentazione di applicare ad esse tale istituto, possa risultare quanto mai allettante per l'interprete che voglia censurare quelle applicazioni della fattispecie che, come abbiamo visto sopra, potrebbero considerarsi, per lo meno potenzialmente o a prima vista, elusive di una norma "materiale" inderogabile quale può certamente ritenersi quella di cui all'art. 106 del TUB. La giurisprudenza nostrana ha più volte dato prova di prediligere, tra le alternative⁷⁷ tecniche repressive a sua disposizione, proprio quella della frode alla legge e proprio in quei casi ove si profili una interposizione reale soggettiva volta ad ottenere per l'interponente il risultato "sostanziale" che la

U. MORELLO, voce «La frode alla legge», in *Digesto/civ.*, Torino, 1992, 501, per il quale, inoltre, l'articolo in questione non rappresenta che l'esplicitazione in materia contrattuale di un principio generale dell'ordinamento. A tal fine, particolare rilievo assume la figura del *collegamento negoziale* (figura che, come abbiamo visto, assume particolare rilievo nella ricostruzione delle operazioni di *conduit/fronting/IBLOR*). Secondo un'autorevole interpretazione, anzi, la frode alla legge presuppone necessariamente un collegamento negoziale, perché laddove si considerasse un solo contratto il problema dovrebbe più correttamente porsi in termini meramente interpretativi della norma: cfr. C.M. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, Milano, 1987, 587. La nozione di collegamento contrattuale assume poi rilievo centrale nell'ambito della nozione di "negozio indiretto" che, come già detto sopra costituisce una modalità tipica di manifestazione della frode alla legge.

⁷⁶ Le prime ritenendosi quelle che censurano un determinato comportamento, e solo quello; le seconde quelle che invece pongono come oggetto del divieto un determinato risultato economico, prescindendosi dal comportamento positivamente considerato dalla norma. La significatività di una tale distinzione nel nostro ordinamento è stata peraltro efficacemente messa in dubbio; cfr. G. CRICENTI, *op. cit.*, 9.

⁷⁷ Cfr. U. MORELLO, *op. cit.*, 508.

norma pare impedirgli di ottenere ovvero, al contrario, di sottrarlo all'applicazione di un regime che, altrimenti, gli si sarebbe pacificamente applicato. Volendo quindi considerare nello specifico le possibili applicazioni dell'istituto allo schema negoziale delle operazioni qui in esame, deve innanzitutto osservarsi come l'analisi non potrà condursi in termini generali; essa, viceversa, dovrà essere condotta, caso per caso, alla luce delle singole norme inderogabili che possano, di volta in volta, ritenersi eluse, atteso che il procedimento di applicazione della "tecnica" della frode alla legge, presupporrà pur sempre un'imprescindibile ricostruzione ermeneutica della *ratio legis* della norma elusa.

Anche a volersi prescindere dalla classica e rigida ripartizione norme formali/norme materiali, la norma in questione dovrà comunque essere una norma imperativa che sanziona non tanto una specifica modalità contrattuale o comportamentale ma un determinato risultato economico che possa essere la risultante di una serie diversa di atti o comportamenti (e tale effettivamente pare essere la norma di cui all'art. 106 TUB). Per giungere a ricostruire uno schema negoziale in termini di "frode alla legge", occorrerà poi confrontare la "sostanza" della norma, quale emergente dal suddetto esercizio interpretativo, con la fattispecie scrutinata, al fine di valutare la coincidenza o meno del risultato conseguito con quello censurato dalla norma. In tal senso, alla luce della ricostruzione sopra svolta della riserva di attività finanziaria *ex art. 106 TUB* e della sua *ratio* – quale incentrata sul momento *esternalizzato* sul mercato dell'esercizio nei confronti del "pubblico" – possono allora rinnovarsi qui le serie perplessità già sopra ampiamente sviluppate circa la possibilità di individuare nelle operazioni di *conduit/fronting/IBLOR*, una modalità elusiva – in quanto "in forma indiretta" o "per interposta persona" – della riserva in questione e ciò, allora, anche ricorrendo allo schema della frode alla legge.

Certo, anche qui, tale giudizio potrebbe ben cambiare in presenza di quei particolari indici sintomatici della frode, o comunque di "anomalie", quali possono riscontrarsi nell'elaborazione giurisprudenziale sopra considerata; e da questo punto di vista, ancora una volta, l'elemento strutturale, a cui maggiormente occorre far riferimento è sicuramente l'elemento della stabilità temporale dell'assetto negoziale così messo in atto e, quindi e in particolare, l'impossibilità per la banca *conduit* o per il *Credit Support*

Provider/ordinante di smontare l'operazione a loro unilaterale discrezione, apparendo altrimenti mancante l'elemento qualificante della fattispecie e, cioè, l'assunzione consapevole da parte sia dell'ordinante/*Credit Support Provider* che della banca *conduit/porteur* di un concreto margine di rischio giuridico che possa derivar loro nell'articolazione dell'operazione⁷⁸.

Guardando al profilo soggettivo dell'"intento elusivo", anche laddove si aderisca alle ricostruzioni teoriche che tendono a svalutarne la portata, ritenendo lo stato psicologico come giuridicamente irrilevante⁷⁹, deve cionondimeno osservarsi come esso potrà rilevare perlomeno in via negativa⁸⁰, dovendosi cioè ritenere che in presenza di un interesse meritevole perseguito dalle parti nel dar corso all'assetto negoziale sotto scrutinio, difficilmente potrà allora invocarsi la frode alla legge, e ciò anche laddove il risultato economico conseguito potesse risultare identico o analogo a quello sanzionato dalla norma che si ipotizza elusa. Da questo punto di vista, con specifico riguardo alle operazioni di *conduit/fronting/IBLOR*, e da quanto sopra osservato, possono essere molteplici le lecite ragioni operative⁸¹ ed economiche (prescindendosi in questo ambito da considerazioni di elusività fiscale che, pure, come visto, devono oggi ritenersi perlopiù "superate" per effetto delle modifiche legislative intervenute) perseguibili con l'articolazione di esse, quali ad esempio quelle che emergono dal caso esaminato dalla sentenza esaminata⁸²; in tali casi, allora, dovrebbe

⁷⁸ Situazione che pare riconducibile a quella "potestà di abuso" ritenuta da parte della dottrina elemento caratterizzante del fenomeno fiduciario.

⁷⁹ Ove questo non si configuri come motivo illecito, comune ed essenziale, e allora rilevante autonomamente *ex art.* 1345 c.c..

⁸⁰ Si veda ad esempio F. DI MARZIO, *op. cit.*, 594, che pur criticando l'approccio soggettivistico si richiama all'insegnamento di Morello nel dar rilevanza all'assenza di un interesse meritevole delle parti all'adozione di certe particolari modalità negoziali, affinché esse possano dirsi elusive di una norma inderogabile.

⁸¹ Dovendosi ritenere questo, come visto, come il solo schema operativo "virtuoso", correttamente adottabile per un esercizio "indiretto" dell'attività finanziaria.

⁸² Con riferimento alla logica sottostante all'operazione risulta interessante tornare ad evidenziare il passaggio della sentenza già sopra riportato, nel quale si riporta come «secondo quanto chiarito dal direttore generale ed amministratore delegato di IBS, Me.Gi., l'investimento in pool da parte di IBS consentiva a CR di contenere l'affidamento nei limiti prescritti del 25% del patrimonio di vigilanza, di essere banca capofila, e di conservare con l'affidato e con i mutuatari un rapporto esclusivo; CR

comunque concludersi che – anche qualora si ritenesse, in virtù di una diversa ricostruzione della *ratio* della riserva rispetto a quella da noi sopra proposta, che l’assetto negoziale predisposto dalle parti per quei diversi scopi leciti, possa comunque sortire effetti equiparabili a quelli contrastati da norme imperative⁸³ – cionondimeno, il perseguimento di un assetto negoziale meritevole di tutela deve poter prevalere sulla corrispondenza formale con lo schema vietato.

In definitiva, la ricostruzione delle operazioni di *conduit/fronting/IBLOR* (nella loro versione “pura” o “opaca”) in termini di una interposizione reale (o schema di *portage*), non può in alcun modo giustificare o consentire la svalutazione del dato fattuale e giuridico osservabile nei termini di cui sopra⁸⁴ per ricostruire invece il ruolo della banca *conduit/porteur* in termini, allora, meramente “formali” e fittizi, come svuotato di reale contenuto e giustificato allora da un presunto fine (o effetto) fraudolento di elusione della riserva di attività *ex art. 106 TUB*, imputando quindi la qualifica di “finanziatore sostanziale” in capo al *Credit Support Provider/ordinante*⁸⁵.

non costituiva, dunque, un mero schermo di copertura rispetto al reale finanziatore, in quanto manteneva il ruolo di banca capofila; non escluderebbe la natura di mero investimento la valutazione del merito creditizio da parte di IBS, in quanto qualsiasi investitore deve osservare un obbligo di diligenza; peraltro, soltanto CR conduceva l’istruttoria per il finanziamento, residuando un lasso di tempo minimo per l’accettazione e la stima dell’immobile da sottoporre a garanzia».

⁸³ Si pensi al divieto del patto leonino in ambito societario, o al divieto di patto commissorio in ambito civilistico.

⁸⁴ Come già ampiamente visto, l’impulso all’operazione promana dall’ordinante, nel cui principale interesse interviene il *porteur*, provvedendo a trasferire in capo al primo tutte le conseguenze patrimoniali, positive e negative e, normalmente, alla fine dell’operazione, la proprietà degli stessi fondi depositati, prevedendosi altresì tipicamente che il *porteur* si attenga alle istruzioni dell’ordinante nel gestire il sottostante rapporto di finanziamento verso il prestatore finale.

⁸⁵ Una tale affermazione, come detto, non può certo valere sempre e in ogni ambito regolatorio; come visto, ad es. nell’ambito della disciplina della vigilanza prudenziale bancaria che ha considerato le operazioni di “credito passante”, la *ratio* della norma giustifica una conclusione diversa, assumendo rilevanza centrale, in tal caso, il profilo dell’incidenza ultima del rischio di credito *vis-a-vis* il prestatore finale e il connesso profilo decisionale, “gestionale” di quel “rischio”; similmente deve dirsi in relazione alla prospettiva tributaria.

16. Conclusioni

Proposta nei termini di “interposizione reale” quella che a noi pare la corretta ricostruzione e qualificazione giuridica di uno schema “puro” (o “opaco”) di *fronting/conduit/IBLOR/credito passante/sub-partecipation*, possiamo dunque concludere confermando come esso non paia ricostruibile in termini *di per sé* elusivi della riserva di attività finanziaria *ex art. 106 TUB*, parendo anzi essere uno schema operativo addirittura tipizzato (in ambito regolamentare⁸⁶ e, talora, fiscale), pienamente coerente con la natura di *per sé* “intermediaria” dell’attività bancaria e finanziaria in cui esso si inserisce, se non addirittura additabile come quello “virtuoso” (da adottarsi allora obbligatoriamente in ogni caso di “esercizio indiretto” dell’attività finanziaria) al fine di garantire un efficace rispetto della riserva, alla luce della sua specifica *ratio* (nei termini che abbiamo sopra ricostruiti), incoraggiando così prassi sane e prudenti di concessione del credito e contrastando fenomeni di incontrollato *shadow banking*.

Queste conclusioni paiono valere, in particolare e con maggior sicurezza, laddove sia osservabile un genuino modello di interposizione reale nei termini ampiamente sopra ricostruiti.

Dalla attenta lettura del percorso argomentativo sviluppato dalla Corte nella sentenza in commento, oltreché dalla ulteriore giurisprudenza⁸⁷ ed elaborazione amministrativa (eminentemente tributaria)⁸⁸ che si è di recente occupata di queste operazioni, possono trarsi una serie di indici di “realità” o, viceversa, di “fittizietà” – nonché

⁸⁶ E, per certi versi legislativo, ove si abbia riguardo allo schema operativo del *direct lending* da parte di “società per la cartolarizzazione”, ai sensi e per gli effetti dell’art. 1-ter della L. 130/99.

⁸⁷ In particolare, cfr. Comm. Trib. Regionale Lombardia Milano Sez. VI, 06 febbraio 2018, n. 500 e Comm. Trib. Regionale Lombardia Milano Sez. I, 03 settembre 2018, n. 3650.

⁸⁸ Come già visto sopra, gli indici fattuali e negoziali enucleati in quella giurisprudenza per escludere che il *Credit Support Provider* possa (fiscalmente) considerarsi quale “beneficiario effettivo” degli interessi pagati dal soggetto finanziato/prenditore finale, potranno valere vieppiù, ai fini della nostra analisi, per escludere in capo ad esso il ruolo (civilistico) di “interponente fittizio” e, quindi, in capo alla banca quello di mero “interposto fittizio”; come visto, infatti, ai fini di una efficace schermatura “fiscale” deve ritenersi neppur sufficiente una situazione di (fiscalmente mera) “interposizione reale”.

di elementi di “indifferenza” – che consentono di comporre una “griglia ermeneutica” efficacemente utilizzabile al fine di formulare (perlomeno) un primo giudizio di compatibilità o meno di questi schemi con la riserva di attività finanziaria *ex art. 106 TUB*, in relazione alle specifiche operazioni che si ritenesse, caso per caso, di sottoporre a scrutinio.

Come ampiamente visto, infatti, la conferma del giudizio di “fittizietà” e di costruzione “in frode alla legge” cui giunge la Corte di Cassazione nella valutazione dello specifico caso esaminato, appare basata sulla considerazione di una serie di indici che non consentivano *in toto*, in quella vicenda, un efficace interposizione “giuridicamente impermeabile”⁸⁹, atteso che, nella fattispecie, il «mandato senza rappresentanza non può ritenersi, neppure giuridicamente, di per sé idoneo a ‘schermare’ l'attività diretta di concessione di finanziamenti, *in presenza di molteplici indici – negoziali e fattuali – del coinvolgimento di IBS nell'attività finanziaria*» (evidenza aggiunta). Come già anticipato, ci si può allora legittimamente attendere che in assenza di quegli indici di “fittizietà”, la Corte avrebbe invece dovuto riconoscere la tenuta giuridica “impermeabile” di uno schema di interposizione reale, *sub specie* di mandato senza rappresentanza.

⁸⁹ Può leggersi nella sentenza come «[...] la regolamentazione giuridica dei rapporti tra IBS, CR e terzi finanziati sia stata articolata sulla base dello schema del mandato senza rappresentanza, al fine di *rendere giuridicamente impermeabili - sebbene, come si è rilevato, non in toto - i rapporti tra IBS e CR, da un lato, e CR e terzi mutuatari, dall'altro*» (evidenza aggiunta).

Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Gli orientamenti di Banca d'Italia e dell'ABF sulla riduzione del costo totale del credito dovuta al consumatore in caso di estinzione anticipata del finanziamento. – 3. I principi espressi dalla sentenza della Corte di Giustizia. – 4. Gli effetti della sentenza sul sistema giuridico italiano. – 5. (*Segue*): i rilievi espressi sulla sentenza. Critica. – 6. (*Segue*): il criterio di rimborso dei costi del finanziamento alla luce della pronuncia della Corte di Giustizia. – 7. (*Segue*): gli effetti sul contenzioso avanti l'ABF.

1. Premessa

Con la recente sentenza dell'11 settembre 2019, resa nella causa C-383/18, la Corte di Giustizia dell'Unione europea si è pronunciata sulla portata e sull'estensione del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento così come disciplinato dall'art. 16 della direttiva 2008/48/CE, in seguito alla domanda di pronuncia pregiudiziale ex art. 267 TFUE avanzata dall'autorità giudiziaria polacca (il Tribunale circondariale di Lublin-Wschód in Lublino con sede in Świdnik) in riferimento a tre operazioni di credito al consumo¹.

La pronuncia ha immediatamente dato luogo ad un ampio e acceso dibattito² sulle implicazioni e conseguenze applicative sull'ordinamento nazionale interno³, per la cui piena comprensione pare

¹ La vicenda è riassunta ai par. 11-19 della sentenza, cui si rinvia.

² Ripreso anche dai mezzi di stampa, cfr. *Rate: aumento dei rimborsi per le estinzioni anticipate*, in *Plus24*, Il Sole 24 Ore, 2 novembre 2019, p. 19; *Estinzioni anticipate, più tutele dalla UE sui prestiti*, in *Plus24*, Il Sole 24 Ore, 16 novembre 2019, p. 4 s.

³ Tra i primi commenti cfr. Conciliatore Bancario Finanziario, *La sentenza della Corte di Giustizia dell'11 settembre 2019 (C383/18). Considerazioni giuridiche e relativi effetti*, 30 settembre 2019; W.G. CATURANO, *Estinzione anticipata e diritti del consumatore: l'impatto della Corte di Giustizia sul "Caso Italiano"*, 18 ottobre 2019, consultabile all'indirizzo www.expartecreditoris.it/provvedimenti/estinzione-

preferibile – invertendo il naturale ordine espositivo – procedere in via preliminare ad una breve disamina del quadro normativo italiano di riferimento, sul quale la pronuncia della Corte viene ad innestarsi.

2. Gli orientamenti di Banca d'Italia e dell'ABF sulla riduzione del costo totale del credito dovuta al consumatore in caso di estinzione anticipata del finanziamento

In termini generali, nell'ambito dei contratti di credito ai consumatori, l'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE stabilisce che il «consumatore ha il diritto di adempiere in qualsiasi momento, in tutto o in parte, agli obblighi che gli derivano dal contratto di credito. In tal caso, egli ha diritto ad una riduzione del costo totale del credito, che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto».

In attuazione del richiamato art. 16 dir. 2008/48/CE, l'attuale art. 125-sexies t.u.b.⁴ prevede – in termini sostanzialmente analoghi⁵ – che il «consumatore può rimborsare anticipatamente in qualsiasi momento, in tutto o in parte, l'importo dovuto al finanziatore. In tal caso il consumatore ha diritto ad una riduzione del costo totale del credito, pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto»⁶.

anticipata-e-diritti-del-consumatore-limpatto-della-corte-di-giustizia-ue-sul-caso-italiano; F. MAIMERI, *Credito al consumo: quali commissioni sono rimborsabili*, in *FCHub*, 15 ottobre 2019, consultabile all'indirizzo https://fchub.it/wp-content/uploads/2019/10/credito_al_consumo.pdf; A.A. DOLMETTA, *Estinzione anticipata della cessione del quinto: il segno della Corte di Giustizia*, in www.ilcaso.it; ID., *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito»*, *Il caso della cessione del quinto*, in corso di pubblicazione in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, che ho potuto consultare per la cortesia dell'Autore.

⁴ Introdotto con d.lgs. n. 141/2010.

⁵ Per le difformità testuali tra l'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE e l'art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. e per la loro irrilevanza ai fini dell'interpretazione e applicazione della normativa interna alla luce delle indicazioni desumibili dalla sentenza della Corte v. *infra* § 4.

⁶ Le medesime disposizioni trovano applicazione anche alle operazioni di credito al consumo immobiliare, secondo quanto espressamente previsto dall'art. 120-noviesdecies, primo comma, t.u.b. Con riferimento a quest'ultime operazioni, è, tuttavia, il caso di precisare che la pronuncia della Corte ora in esame potrebbe essere

Sulla base del quadro normativo ora sinteticamente descritto, con riferimento non solo all'attuale art. 125-*sexies* t.u.b., ma anche alla previgente disciplina⁷, Banca d'Italia ha costantemente interpretato il diritto del consumatore ad una riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato limitandolo ai soli interessi e costi non ancora maturati al momento dell'estinzione del finanziamento (c.d. costi *recurring*), con esclusione, quindi, di ogni rimborso per quei costi riconducibili ad attività o servizi – *in thesi* – già espletati al momento della conclusione del contratto (c.d. costi *up-front*)⁸.

Al riguardo – seppur con riferimento specifico alle operazioni di cessione del quinto dello stipendio e della pensione, ma con considerazioni applicabili più in generale ad ogni operazione di credito al consumo – Banca d'Italia ha, infatti, più volte:

- i) confermato l'obbligo dell'intermediario di restituire al cliente, «nel caso in cui tutti gli oneri relativi al contratto siano stati pagati anticipatamente dal consumatore, la relativa quota non maturata»;
- ii) stigmatizzato la prassi degli intermediari di «indicare cumulativamente, nei contratti e nei fogli informativi, l'importo di generiche spese, non consentendo quindi una chiara individuazione degli oneri maturati e di quelli non maturati»⁹; nonché
- iii) prescritto «uno scrupoloso rispetto della normativa di

destinata ad avere un differente impatto, in ragione del diverso tenore e della diversa portata dell'art. 25 dir. 2014/17/UE.

⁷ Cfr. l'art. 125, secondo comma, t.u.b. vecchio testo, ai sensi del quale «Le facoltà di adempiere in via anticipata o di recedere dal contratto senza penalità spettano unicamente al consumatore senza possibilità di patto contrario. Se il consumatore esercita la facoltà di adempimento anticipato, ha diritto a un'equa riduzione del costo complessivo del credito, secondo le modalità stabilite dal CICR».

⁸ Chiaro in tal senso anche il previgente Decreto del Ministero del Tesoro, 8 luglio 1992, che, all'art. 3, primo comma, prevedeva che «Il consumatore ha sempre la facoltà dell'adempimento anticipato; tale facoltà si esercita mediante versamento al creditore del capitale residuo, degli interessi ed altri oneri maturati fino a quel momento e, se previsto dal contratto, di un compenso comunque non superiore all'uno per cento del capitale residuo».

⁹ Prassi che comporta la difficoltà e talvolta l'impossibilità per il cliente «di individuare quali oneri debbano essere rimborsati in caso di estinzione anticipata della cessione» (in tal senso Comunicazione di Banca d'Italia, 10 novembre 2009, *Cessione del quinto dello stipendio e operazioni assimilate: cautele e indirizzi per gli operatori*, 5).

trasparenza», evidenziando la necessità «che nei fogli informativi e nei contratti di finanziamento sia riportata una chiara indicazione delle diverse componenti di costo per la clientela, enucleando in particolare quelle soggette a maturazione nel corso del tempo (a titolo di esempio, gli interessi dovuti all'ente finanziatore, le spese di gestione e incasso, le commissioni che rappresentano il ricavo per la prestazione della garanzia 'non riscosso per riscosso' in favore dei soggetti 'plafonanti', ecc.)»¹⁰.

La necessità di una chiara distinzione tra costi maturati e costi non maturati – evidentemente strumentale e funzionale al diritto del consumatore alla riduzione dei soli (interessi e) costi *recurring* secondo le indicazioni dell'autorità di vigilanza – è espressamente prevista anche dalle Disposizioni in materia di Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari di Banca d'Italia (come modificate con provvedimento del 9 febbraio 2011) e nella successiva comunicazione di Banca d'Italia del 7 aprile 2011, *Cessione del quinto dello stipendio o della pensione e operazioni assimilate (CQS)*.

Oltre a richiedere che il contratto di credito indichi «in modo chiaro e preciso», tra l'altro, il diritto del consumatore al rimborso anticipato

¹⁰ In questi termini, la Comunicazione di Banca d'Italia, 10 novembre 2009, cit., 2 e 5. Conf. anche la successiva Comunicazione di Banca d'Italia, 7 aprile 2011, *Cessione del quinto dello stipendio o della pensione e operazioni assimilate (CQS)*, con cui l'autorità di vigilanza ha nuovamente sollecitato gli intermediari a «definire correttamente – in linea con le nuove disposizioni sul credito ai consumatori – la ripartizione tra commissioni *up-front* e *recurring*, includendo nelle seconde le componenti economiche soggette a maturazione nel tempo» (p. 3); «assicurare il pieno rispetto delle regole contabili nella rilevazione delle commissioni e degli oneri connessi con le CQS. In particolare, è necessario sia applicato correttamente il principio di competenza economica nella rilevazione delle commissioni percepite in relazione all'operatività in CQS, distinguendo quelle che maturano in ragione del tempo (c.d. *recurring*), da rilevare *pro rata temporis*, dalle altre, da rilevare quando percepite» (p. 3). Cfr. anche l'allegato alla medesima comunicazione (*Aspetti rilevanti emersi dalla ricognizione effettuata dalla Banca d'Italia presso gli operatori e conseguenti indicazioni*, p. 6): «solo una parte delle commissioni pagate anticipatamente dalla clientela in via anticipata si riferisce a prestazioni non rimborsabili (come le spese d'istruttoria o di stipula del contratto) (c.d. quota *up front*), mentre la restante parte (c.d. quota *recurring*) è volta a coprire i rischi trattenuti (rischi di credito e di liquidità connessi con le garanzie prestate, quali ad esempio quella del 'non riscosso per riscosso') e gli oneri la cui maturazione è intrinsecamente connessa con il decorso del finanziamento (ad esempio, la gestione degli incassi e dei sinistri)».

previsto dall'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. e la procedura per effettuarlo, le disposizioni di Banca d'Italia precisano, infatti, che «le modalità di calcolo della riduzione del costo totale del credito a cui il consumatore ha diritto in caso di estinzione anticipata includono l'indicazione degli oneri che maturano nel corso del rapporto e che devono quindi essere restituiti per la parte non maturata, dal finanziatore o da terzi, se questi li ha corrisposti anticipatamente al finanziatore» (cfr. sez. VII, par. 5.2.1. lett. q) e nota 3)¹¹.

La distinzione così tracciata tra costi *up front* (non ripetibili in caso di rimborso anticipato del finanziamento in quanto interamente sostenuti per attività e servizi già espletati) e costi *recurring* (soggetti a maturazione nel corso del tempo in quanto legati ad attività e servizi non ancora erogati) – più recentemente ribadita da Banca d'Italia negli *Orientamenti di vigilanza in merito alle operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione*¹² – trova netta conferma anche nelle decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) (art. 128-*bis* t.u.b.).

Secondo il costante e consolidato orientamento dell'ABF, ripetutamente confermato anche dal Collegio di Coordinamento, nel caso di estinzione anticipata del finanziamento deve essere rimborsata al cliente la quota delle commissioni e dei costi assicurativi non

¹¹ La precisazione è contenuta nella sezione VII sul “credito ai consumatori”, ma sembra, tuttavia, potersi estendere anche al “credito immobiliare ai consumatori” (sez. VI-bis), per effetto del richiamo contenuto al par. 5.2.1, lett. l, sez. VI-*bis* («le condizioni per il rimborso anticipato del credito, secondo quanto previsto dagli articoli 120-*ter* e 125-*sexies*, comma 1, del T.U.»).

¹² Cfr. delibera n. 145/2018: «Le Disposizioni richiedono che la documentazione precontrattuale e contrattuale indichi in modo chiaro i costi applicabili al finanziamento; in relazione al diritto del consumatore al rimborso anticipato, vanno anche indicate le modalità di calcolo della riduzione del ‘costo totale del credito’, specificando gli oneri che maturano nel corso del rapporto (c.d. ‘*recurring*’) e che devono quindi essere restituiti al consumatore se corrisposti anticipatamente e in quanto riferibili ad attività e servizi non goduti» (p. 4 s.); «Le Disposizioni richiedono l'adozione di procedure interne – oggetto di verifica da parte dell'Autorità di vigilanza – idonee a individuare in maniera chiara, dettagliata e inequivoca gli oneri che maturano nel corso del rapporto. La qualificazione delle voci di costo deve essere coerente con il contenuto delle attività remunerate» (p. 5). Per una valutazione generale, cfr. M. MARCHESI, *Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione: i nuovi orientamenti dell'autorità di vigilanza*, in questa *Rivista*, 2018, II, 333 ss.

maturati nel tempo, dovendosi ritenere contrarie alla normativa di riferimento le condizioni contrattuali che stabiliscano la non ripetibilità *tout court* delle commissioni e dei costi applicati al contratto nel caso di estinzione anticipata dello stesso.

Più in particolare, sulla base di tale orientamento:

- i) nella formulazione dei contratti, gli intermediari sono tenuti ad esporre in modo chiaro e agevolmente comprensibile quali oneri e costi siano imputabili a prestazioni concernenti la fase delle trattative e della formazione del contratto (costi *up front*, non ripetibili) e quali oneri e costi maturino nel corso dell'intero svolgimento del rapporto negoziale (costi *recurring*, rimborsabili *pro quota*);
- ii) a tal fine può ritenersi valida la quantificazione negoziale dei costi *recurring* addebitati al cliente in una percentuale del costo globale delle commissioni, a condizione, però, che nel contratto siano chiaramente indicate, sia pure in forma sintetica, le prestazioni continuative correlate a quella percentuale, con modalità e termini tali da consentire al cliente di verificarne l'effettiva natura preliminare o continuativa;
- iii) in assenza di una chiara ripartizione nel contratto tra oneri *up front* e *recurring*, anche in applicazione dell'art. 1370 c.c. e, più in particolare, dell'art. 35, secondo comma, d.lgs. n. 206 del 2005 (secondo cui, in caso di dubbio sull'interpretazione di una clausola, prevale quella più favorevole al consumatore), l'intero importo di ciascuna delle suddette voci deve essere preso in considerazione al fine della individuazione della quota parte da rimborsare;
- iv) l'importo da rimborsare deve essere determinato secondo un criterio proporzionale, tale per cui l'importo di ciascuna delle suddette voci viene moltiplicato per la percentuale del finanziamento estinto anticipatamente, risultante (se le rate sono di eguale importo) dal rapporto fra il numero complessivo delle rate e il numero delle rate residue;
- v) altri metodi alternativi di computo non possono considerarsi conformi alla disciplina vigente (ma v. *infra* § 6);
- vi) sono rimborsabili, per la parte non maturata, non solo le commissioni bancarie, finanziarie e di intermediazione, ma anche i costi assicurativi relativi alla parte di finanziamento non

goduta (cfr. art. 22, comma 15-*quater*, d.l. n. 179/2012; art. 49 Reg. Isvap n. 35/2010; art. 39 Reg. Ivass n. 41/2018)¹³.

3. I principi espressi dalla sentenza della Corte di Giustizia

Sensibilmente diverso è, invece, il quadro che emerge dalle conclusioni raggiunte dalla Corte di Giustizia, chiamata a stabilire se «la disposizione contenuta nell'art. 16, paragrafo 1, in combinato disposto con l'articolo 3, lettera g), della direttiva [2008/48], debba essere interpretata nel senso che il consumatore, in caso di adempimento anticipato degli obblighi che gli derivano dal contratto di credito, ha diritto ad una riduzione del costo totale del credito, compresi i costi il cui importo non dipende dalla durata del contratto di credito in questione»¹⁴.

Premessa una breve ricostruzione dell'impianto normativo di riferimento (parr. 20-30), la Corte di Giustizia, considerato, in sintesi, che:

- «l'effettività del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito risulterebbe sminuita qualora la riduzione del credito potesse limitarsi alla presa in considerazione dei soli costi presentati dal soggetto concedente il credito come dipendenti dalla durata del contratto, dato che (...) i costi e la loro ripartizione sono determinati unilateralmente dalla banca e che la fatturazione di costi può includere un certo margine di profitto» (par. 31);
- «limitare la possibilità di riduzione del costo totale del credito ai soli costi espressamente correlati alla durata del contratto comporterebbe il rischio che il consumatore si veda imporre

¹³ Cfr. per tutte ABF Collegio di Coordinamento, 11 novembre 2016, nn. 10003, 10017 e 10035; 10 maggio 2017, n. 5031. Per una ricostruzione generale del tema cfr. anche M. MAUGERI-S. PAGLIANTINI, *Il credito ai consumatori. I rimedi nella ricostruzione degli organi giudicanti*, Milano, 2013, 116 ss.; F. QUARTA, *Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni nel costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità)*, in questa Rivista, 2013; R. VIGO, Sub art. 125-sexies, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, t. II, Torino, 2013, 1466 ss.; E. VENTURI, Sub art. 125-sexies, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, t. III, Milano, 2018, 2207 ss.

¹⁴ Cfr. sentenza par. 18.

pagamenti non ricorrenti più elevati al momento della conclusione del contratto di credito, poiché il soggetto concedente il credito potrebbe essere tentato di ridurre al minimo i costi dipendenti dalla durata del contratto» (par. 32);

- «il margine di manovra di cui dispongono gli istituti creditizi nella loro fatturazione e nella loro organizzazione interna rende, in pratica, molto difficile la determinazione, da parte di un consumatore o di un giudice, dei costi oggettivamente correlati alla durata del contratto» (par. 33),

ha, infatti, espresso il seguente principio di diritto: «L'articolo 16, paragrafo 1, della direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori che abroga la direttiva 87/102/CEE del Consiglio, deve essere interpretato nel senso che il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del credito include tutti i costi posti a carico del consumatore».

Più chiaramente, la Corte – senza apparentemente fornire (ma v. *infra* §6), indicazioni sul criterio da utilizzare per il calcolo della riduzione del costo totale del credito – supera ogni rilevanza sinora riconosciuta, in sede di estinzione anticipata del finanziamento, alla distinzione tra costi *up front* e *recurring*, riconoscendo il diritto del consumatore al rimborso (*recte*, riduzione) anche dei costi c.d. *up front* e ponendosi, di conseguenza, in frontale contrasto con le costanti e consolidate interpretazione e applicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b., fatte proprie da Banca d'Italia e dall'Arbitro Bancario Finanziario (v. *supra* §2). Lungi dal rappresentare un risultato del tutto inatteso o imprevisto, la Corte traccia un netto accostamento tra i costi (o parte dei costi) del finanziamento e gli interessi corrispettivi, oggetto anch'essi di riduzione in caso di estinzione anticipata, giungendo così ad esiti in parte analoghi a quelli ipotizzati e anticipati – seppur in una differente prospettiva – da chi ha da tempo evidenziato come le commissioni addebitate al consumatore – che incorporano anche voci di costo qualificabili come *up front*¹⁵ – siano, in realtà, riconducibili

¹⁵ Connessi ad attività «necessariamente preliminari e conclusive del prestito, quali, ad esempio: l'esame della documentazione» (così la formulazione frequente soprattutto nei contratti più risalenti e ripresa da U. MALVAGNA, *Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della «cessione del quinto»*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 1534).

«a una componente del corrispettivo per il differimento» (*i.e.*, gli interessi)¹⁶.

4. *Gli effetti della sentenza sul sistema giuridico italiano*

Ciò premesso, in relazione alla definizione e delimitazione delle possibili ricadute, interpretative e applicative, della sentenza sull'impianto normativo italiano sopra descritto (§2), non pare, anzitutto, potersi dubitare che i principi così espressi dalla Corte di Giustizia, e la conseguente interpretazione delle previsioni dell'art. 16 dir. 2008/48/CE, trovino immediata e diretta applicazione anche nell'ordinamento nazionale interno¹⁷, indipendentemente – occorre aggiungere – dai rilievi critici in termini di fondatezza e correttezza che possono eventualmente sollevarsi nei confronti della sentenza¹⁸, che potrebbero al più dare luogo ad una nuova ed ulteriore questione pregiudiziale sollevata avanti la medesima Corte¹⁹.

Come noto, la natura dichiarativa che suole attribuirsi alle sentenze della Corte di Giustizia, emesse in sede di rinvio pregiudiziale *ex art.* 267 TFUE, ne comporta l'applicabilità anche ai rapporti giuridici sorti e costituiti prima della sentenza²⁰, con effetto vincolante per il giudice nazionale per tutti i casi analoghi²¹.

¹⁶ Ci si riferisce all'attento studio di U. MALVAGNA, *op. cit.*, 1532 ss., spec. 1541 ss., cui si fa ampio rinvio, che sembra, per l'appunto, anticipare le riflessioni poi maturate dalla Corte di Giustizia secondo cui «la fatturazione di costi può includere un certo margine di profitto» (par. 31).

¹⁷ In tal senso v. anche A.A. DOLMETTA, *Estinzione anticipata della cessione del quinto*, cit., 3 s.; ID., *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito»*, cit., 8 s.; F. MAIMERI, *op. cit.*, 5, pur con un approccio critico – parzialmente condivisibile – alle conclusioni raggiunte dalla sentenza.

¹⁸ Su cui v. comunque *infra* §5.

¹⁹ È questa la prospettiva in cui sembra porsi F. MAIMERI, *Credito al consumo*, *op. cit.*, 5 s.

²⁰ CGE, 2 settembre 1998, causa C-309/85, *Barra c. Stato Belga*, in *Racc.*, 1988, p. 355.

²¹ Cfr. CGE, 6 ottobre 1982, causa C-283/81, *Cilfit s.r.l. e Lanificio di Gavardo s.p.a. c. Ministero della Sanità*, in *Racc.*, 1982, p. 3415; Cass., 3 marzo 2017, n. 5381; Cass., 8 febbraio 2016, n. 2468; Cass., 11 dicembre 2012, n. 22577. Proprio in materia di credito al consumo, la Corte di Giustizia ha recentemente negato che pretese ragioni di stabilità degli intermediari creditizi possano legittimare giudici e organi amministrativi nazionali a limitare nel tempo gli effetti di una pronuncia di nullità di

Non appaiono, infatti, del tutto condivisibili le opinioni contrarie emerse nei primi commenti alla pronuncia della Corte²², in ragione – in particolare, ma non solo²³ – a) del difetto di una efficacia diretta (c.d.

una clausola per abusività («L'articolo 6, paragrafo 1, della direttiva 93/13/CEE del Consiglio, del 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori, deve essere interpretato nel senso che osta ad una giurisprudenza nazionale che limiti nel tempo gli effetti restitutori legati alla dichiarazione giudiziale del carattere abusivo, ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva, di una clausola contenuta in un contratto stipulato fra un consumatore e un professionista, alle sole somme indebitamente versate in applicazione di una siffatta clausola successivamente alla pronuncia della decisione che ha accertato giudizialmente tale carattere abusivo», CGUE, 21 dicembre 2016, Grande Sezione, cause riunite C-154/15, C-307/15 e C-308/15).

²² Cfr. in particolare Conciliatore Bancario Finanziario, *op. cit.*; W.G. CATURANO, *op cit.*

²³ Desta, per esempio, non poche perplessità la conclusione per cui «l'interpretazione dell'art. 16, paragrafo 1, della Direttiva proposta dalla Corte si pone in aperta contrapposizione con la normativa italiana di attuazione» e che, quindi, «sarebbe difficile poter interpretare la norma interna secondo quanto disposto dalla Corte, perché il tenore inequivocabile della norma medesima lo esclude» (Conciliatore Bancario Finanziario, *op. cit.*, 3). Perplessità che derivano dal fatto che non è possibile escludere la diretta applicazione della interpretazione offerta dalla Corte di Giustizia in ragione della mera difformità o contrarietà a quella sinora desunta dalle indicazioni di Banca d'Italia e dell'ABF, poiché ciò significherebbe – all'evidenza – eludere l'autorità e il ruolo attribuiti alla Corte di Giustizia. Così come perplessità suscita il riferimento alla necessità di garantire la certezza del diritto, che finisce, in realtà, per limitare (*recte*, escludere) arbitrariamente l'effetto retroattivo proprio delle pronunce della Corte. Sul punto appare, in ogni caso, dirimente la circostanza che nel caso di specie la Corte non ha previsto limitazioni temporali all'interpretazione dalla stessa condotta, come ben avrebbe potuto in ragione delle condizioni oggettive della «buona fede degli ambienti professionali» coinvolti e del «rischio di gravi inconvenienti» dalla stessa Corte individuate (cfr. per tutte CGUE, 12 ottobre 2000, C-372/98) e che, nel caso in esame, possono ritenersi entrambe sussistenti, alla luce delle indicazioni fornite da tempo da Banca d'Italia e dell'orientamento espresso dall'ABF (§2). Non appare, quindi, condivisibile l'accento talora posto sull'affidamento riposto dagli intermediari nei confronti degli orientamenti e delle indicazioni provenienti da Banca d'Italia (Conciliatore Bancario Finanziario, *op. cit.*, 6 s.), poiché così facendo si mette – ancora una volta – in discussione *in radice* il ruolo della Corte di Giustizia e l'efficacia (normalmente) riconosciuta alle sue pronunce.

È chiaro, infatti, che ogni qual volta la Corte di Giustizia intervenga offrendo un'interpretazione non in linea con quella consolidatasi nell'ordinamento nazionale interno sussiste pur sempre un (sino ad allora) legittimo affidamento degli operatori, che, tuttavia, non è – e non può essere – tale da limitare gli effetti e le ricadute delle

orizzontale) della direttiva 2008/48/CE; *b*) delle differenze che contraddistinguono l'impianto normativo nazionale rispetto all'ordinamento polacco²⁴, alla luce del quale si è pronunciata la Corte.

Sotto il primo profilo (*a*)), si omette di considerare che il vigente art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. costituisce la trasposizione pressoché letterale dell'art. 16, par. 1, della direttiva, come si evince dalla diretta comparazione delle due previsioni normative. Al riguardo, non assumono, infatti, alcun rilievo le differenze testuali – pur sussistenti – tra l'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE, che si riferisce ad una riduzione «che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto», e l'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b., in cui si discorre, invece, di una riduzione «pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto». Sul punto è sufficiente evidenziare che: *i*) tutte le voci che compongono il «costo totale del credito» (art. 3, lett. g), dir. 2008/48/CE; art. 120, primo comma, lett. e), t.u.b.) sono comunque riconducibili alle categorie degli interessi e dei costi²⁵, per cui la (apparentemente) più ampia portata dell'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE²⁶ non conduce a risultati differenti; *ii*) in entrambe le previsioni normative, i costi oggetto di riduzione sono individuati con il medesimo criterio, ovvero in ragione (*recte*, in

pronunce della Corte, salva, ben inteso, una espressa indicazione in tal senso della stessa Corte.

²⁴ Di cui – per la verità – è solo presunto un livello di tutela inferiore rispetto a quello offerto dall'art. 125-*sexies* t.u.b.

²⁵ Chiaro in tal senso l'art. 121, primo comma, lett. e), t.u.b., secondo cui il costo totale del credito «indica gli interessi e tutti gli altri costi, incluse le commissioni, le imposte e le altre spese, a eccezione di quelle notarili, che il consumatore deve pagare in relazione al contratto di credito». In termini analoghi – seppur non coincidenti – anche l'art. 3, lett. g), dir. 2008/48/CE che definisce il costo totale del credito come «tutti i costi, compresi gli interessi, le commissioni, le imposte e tutte le altre spese che il consumatore deve pagare in relazione al contratto di credito», così confermando che tutte le voci indicate appartengono all'unica categoria dei «costi».

²⁶ La determinazione della riduzione del costo totale del credito che «comprende» gli interessi e i costi dovuti per la vita residua, facendo così riferimento ad una parte soltanto (compresa) del tutto, di cui all'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE non appare difforme da quella dell'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b., posto che ciò che sarebbe in ipotesi escluso (non compreso) costituisce pur sempre parte di quei «costi» cui testualmente si riferisce l'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b.

funzione) della «restante durata» o della «vita residua» del contratto, in relazione al quale le conclusioni della sentenza sono univoche²⁷.

Le conclusioni raggiunte dalla Corte di Giustizia sono, pertanto, vincolanti per il giudice nazionale – non in quanto modificative del quadro normativo di riferimento (che sul piano formale rimane, di fatti, immutato), ma – per le chiare ricadute sulla interpretazione dell'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b., che non potrà che essere allineata a quella delineata dalla Corte per il corrispondente art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE. Più chiaramente, non si tratta di «disapplicare la norma interna in [ipotizzato] contrasto con la Direttiva»²⁸; né si pone un problema di applicazione diretta della direttiva in mancanza di una corretta attuazione da parte del legislatore italiano²⁹, posto che il legislatore nazionale (primario) ha, in realtà, attuato l'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE con l'introduzione del vigente art. 125-*sexies* t.u.b.

Ciò a cui è chiamato, quindi, il giudice nazionale non è la disapplicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. in ipotesi in contrasto, secondo l'interpretazione e l'applicazione operate da Banca d'Italia e dall'ABF, con la normativa dell'Unione, ma, al contrario, è l'interpretazione e applicazione della norma interna di attuazione (l'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b.), conformemente all'interpretazione dell'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE fornita dalla Corte di Giustizia³⁰. In questo senso depone, del resto, anche l'orientamento dei collegi territoriali dell'ABF, che, in circostanze diverse da quella ora in esame, ha più volte chiarito che poiché «le pronunzie della [C]orte di Giustizia hanno, in base all'art. 220 Trattato, una funzione nomofilattica istituzionalizzata, tutti gli organi decidenti dell'UE, sono vincolati alla

²⁷ In tal senso v. anche A.A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione*, cit., 7, nota 1 («Le differenze letterali, che sono rintracciabili, non sono in ogni caso idonee ad aprire degli spazi di interpretazioni divergenti, posto che «il giudice nazionale è tenuto, nell'applicazione del diritto interno, ad adeguare la sua interpretazione al diritto comunitario»», citando Cass., 31 gennaio 2017, n. 2483).

²⁸ Cfr. in merito Conciliatore Bancario Finanziario, *op. cit.*, 3.

²⁹ Così invece W.G. CATURANO, *op. cit.*, 5 s.

³⁰ Interpretazione che è non solo dovuta (salva, ovviamente, la possibilità per il giudice nazionale di sollevare una nuova questione pregiudiziale ex art. 267 TFUE), ma anche perfettamente possibile, posto che l'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. è – come chiarito – la trasposizione pressoché testuale dell'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE.

interpretazione suddetta ed inoltre sono vincolati a perseguire gli scopi di *policy* evidenziati dalla Corte di Giustizia nelle decisioni rilevanti»³¹.

Per quanto attiene, invece, al secondo profilo sopra evidenziato (*b*)), non pare possibile invocare l'assenza nell'ordinamento nazionale interno di quella discrezionalità nella determinazione dei «costi oggettivamente correlati alla durata del contratto» posta a fondamento delle conclusioni raggiunte dalla Corte³².

L'impianto normativo interno³³ impone certamente all'intermediario una precisa e analitica individuazione dei costi *up front* e *recurring*, con la chiara e comprensibile indicazione dei costi oggetto di rimborso in caso di estinzione anticipata del finanziamento e del relativo criterio di calcolo. Ciò nonostante, gli stringenti obblighi di informativa preventiva a carico dell'intermediario non sono sufficienti a superare le criticità evidenziate dalla Corte di Giustizia³⁴.

La sentenza puntualizza, infatti, chiaramente che l'effettività del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito «risulterebbe sminuita» qualora la riduzione si limitasse ai «soli costi presentati [e, quindi, pubblicizzati] dal soggetto concedente il credito come dipendenti dalla durata del contratto» (par. 31).

Gli obblighi informativi imposti dalle Disposizioni in materia di Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari (sez. VII, par. 5.2.1) e dalle comunicazioni di Banca d'Italia del 10 novembre 2009 e del 7 aprile 2011 non precludono, infatti: *i*) che i costi e la loro ripartizione, benché oggetto di ampia informativa in favore del consumatore, siano comunque «determinati unilateralmente dalla banca»³⁵; *ii*) che «la fatturazione di costi [possa] includere un certo margine di profitto»³⁶; *iii*) la previsione contrattuale di «pagamenti», evidentemente oggetto di informativa in favore del consumatore, «non ricorrenti più elevati al momento della conclusione del contratto di

³¹ Così tra le molte ABF Collegio di Milano, 6 novembre 2013, n. 5632; 21 luglio 2011, n. 1535; ABF Collegio di Napoli, 25 febbraio 2015, n. 1339.

³² Cfr. parr. 32 e 33.

³³ Le Disposizioni in materia di Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e le comunicazioni di Banca d'Italia del 10 novembre 2009 e del 7 aprile 2011, cit., nonché, da ultimo, gli *Orientamenti di Vigilanza*, di Banca d'Italia, *op. cit.*

³⁴ In tal senso anche le già richiamate riflessioni di U. MALVAGNA, *op. cit.*, 1539 ss.

³⁵ Sentenza, par. 31.

³⁶ Sentenza, par. 31.

credito», ottenuti mediante la riduzione «al minimo [de]i costi dipendenti dalla durata del contratto»³⁷; iv) la difficoltà per il «consumatore» e per il «giudice» di discernere tra i costi pubblicizzati dall'intermediario come *up front* e *recurring* quelli «oggettivamente correlati alla durata del contratto», in ragione del «margine di manovra di cui dispongono gli istituti creditizi nella loro fatturazione e nella loro organizzazione interna»³⁸.

5. (segue): i rilievi espressi sulla sentenza. Critica

Ciò detto, sebbene, come accennato, ogni valutazione sull'idoneità della sentenza a produrre effetti nell'ordinamento nazionale interno prescinde da ogni considerazione circa la correttezza e fondatezza delle

³⁷ Sentenza, par. 32. In tal caso, la condotta elusiva dell'intermediario non potrebbe, del resto, trovare alcun freno, come talora (forse troppo affrettatamente) sostenuto, nell'interesse del finanziatore a ridurre, e non già aumentare, anche i costi *up front* in funzione della competitività dell'offerta del credito. È, infatti, immediato e (troppo) agevole segnalare che per la competitività dell'offerta del credito ciò che rileva non è l'importo delle singole voci di costo (siano esse *up front* o *recurring*), ma il costo totale del credito, sinteticamente e immediatamente rappresentato per il consumatore (e il mercato) dal TAEG (art. 121, primo comma, lett. m), t.u.b.). E' evidente che la mera distribuzione del costo del credito tra voci *up front* e voci *recurring* non incide in alcun modo sulla consistenza complessiva del costo totale del credito e sulla quantificazione del TAEG.

³⁸ Sentenza, par. 33. Chiare sul punto anche le conclusioni dell'avvocato generale: «anche quando i costi addebitati sono stati calcolati con riferimento alla durata del credito, va osservato che essi possono servire a compensare in parte i costi ricorrenti e in parte i costi *una tantum*, compresi i costi sorti esclusivamente prima del rimborso anticipato. Lo stesso può dirsi quando tali addebiti sono stati calcolati in relazione all'importo del credito concesso, in quanto non tutti i costi variabili sono necessariamente costi ricorrenti. Infine, qualsiasi onere o commissione che i consumatori sono tenuti a pagare può includere una parte del profitto, in quanto nessuna norma obbliga gli enti creditizi a conseguire il loro margine di profitto unicamente attraverso gli addebiti imposti ai consumatori» (par. 54). E ancora: «l'unico modo per avere un'idea precisa dell'importo che l'ente creditizio risparmierà è» – non l'implementazione di una stringente normativa di trasparenza e informativa, ma – «quello di esigere che [l'ente creditizio] tenga una contabilità dei costi, il cui scopo è precisamente quello di identificare e valutare gli elementi che costituiscono il suo risultato operativo netto (...) Tuttavia, la contabilità dei costi non è stata resa obbligatoria per gli enti creditizi dalla direttiva 2008/48, né, a quanto pare, da alcun altro atto dell'Unione, né, per quanto qui rileva, dall'ordinamento nazionale interno» (par. 55).

conclusioni raggiunte dalla Corte³⁹, che al più possono indurre il giudice nazionale a sottrarsi alla applicazione dei principi espressi dalla pronuncia sollevando una nuova e ulteriore questione pregiudiziale *ex art. 267 TFUE*, appaiono, tuttavia, opportune alcune brevi considerazioni sui rilievi critici sollevati in merito.

Si è, in particolare, osservato che «il punto qualificante» dell'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. «è ‘per la restante durata del contratto’, che sta a significare che sia gli interessi sia i costi – cioè le commissioni già pagate – debbono essere restituiti nei limiti in cui non hanno più ragion d’essere a seguito del venir meno del rapporto»⁴⁰.

In merito, non pare, tuttavia, corretto fare reiteratamente leva sul possibile riferimento dell’inciso «per la restante durata del contratto» quale conferma di un rimborso in favore del consumatore legato a interessi e costi che «non hanno più ragione d’essere», in quanto in tal modo non pare cogliersi il reale piano su cui si muovono le considerazioni della Corte di Giustizia.

La Corte, infatti, non supera la distinzione sinora tracciata tra costi *up front* e costi *recurring* sulla base di un approccio meramente (o semplicemente) interpretativo del dettato normativo, ma su un profilo più propriamente ontologico. Sono chiare le indicazioni della Corte sulla difficoltà (impossibilità) di distinguere effettivamente tra costi *up front* e *recurring*. Distinzione che, quando negozialmente presente, e fatte salve alcune eccezioni⁴¹, è puramente convenzionale, ovvero dipendente unicamente dalle valutazioni e decisioni dell’intermediario e connessa ad una determinazione forfettaria e ad una conseguente imputazione soltanto “convenzionale” al singolo contratto di credito⁴². La menzione di spese «relative all’organizzazione o all’attività dell’ente *in quanto tale* (il riferimento potrebbe qui andare alle spese per il personale, al costo in genere del denaro, ai costi relativi alla

³⁹ Il ricorso ad un filtro di correttezza o fondatezza delle conclusioni della sentenza avrebbe, all’evidenza, l’effetto di una disapplicazione della stessa pronuncia della Corte, sulla base di una valutazione che certamente non compete al giudice nazionale, pena la contestazione della stessa autorità della Corte così come definita dai trattati.

⁴⁰ Così F. MAIMERI, *op. cit.*, 6.

⁴¹ Ci si riferisce alle voci di costo corrispondente alle imposte e alle commissioni agente/mediatore (su cui v. *infra* nota 44).

⁴² Limpide sul punto le conclusioni dell’avvocato generale (parr. 53 e 55) e la stessa sentenza (par. 33).

conformità alla normativa)» esclude «la possibilità di identificare un nesso di immediata ed effettiva rispondenza del costo sostenuto al *quantum* della commissione (anche nel senso di una liquidazione forfettaria)»; l'incidenza dei costi generali sulla singola prestazione (ovvero sul singolo contratto di finanziamento) non è, pertanto, «mai diretta e, per così dire, reale, bensì indiretta e congetturale (la sua determinazione dipendendo da criteri di imputazione dei costi ai singoli prodotti: ciò che sconta un evidente margine di discrezionalità»⁴³.

Ne consegue che quella valutazione più volte richiamata sulla individuazione di costi che non hanno più ragion d'essere a seguito del venir meno del rapporto, poiché legati ad attività o servizi non più erogati in favore del consumatore, è meramente fittizia, in ragione, appunto, della impossibilità (oggettiva) di collegare ciascuna voce di costo ad una precisa fase del rapporto di credito o ad una specifica attività ad esso connessa. Salve le dovute eccezioni⁴⁴, i costi legati al

⁴³ Così le – qui condivise – considerazioni di U. MALVAGNA, *op. cit.*, 1554, nella cui prospettiva sembrano oggi porsi i rilievi critici sollevati dalla Corte di Giustizia.

⁴⁴ È il caso, anzitutto, delle imposte connesse al contratto di finanziamento, costituite per lo più da imposte di bollo (fisse e periodiche) (d.P.R. n. 642/1972) e, a seconda delle circostanze, dall'imposta sostitutiva di cui all'art. 15 d.P.R. n. 601/1973 (la cui applicazione, espressamente prevista per le banche, è stata recentemente estesa anche agli intermediari finanziari *ex art.* 106 t.u.b. da Cass., Sez. Un., 18 luglio 2018, n. 19106). Sebbene il punto – che esula dalla competenza specifica di chi scrive – meriterebbe ulteriori riflessioni, indipendentemente da ogni considerazione circa la destinazione della voce di costo ora in esame e circa la sua oggettiva e certa individuazione, il principio espresso dalla Corte può porsi in contrasto con la normativa fiscale interna, con la conseguente possibilità per il giudice nazionale di disattenderne l'applicazione in riferimento alle imposte (pur espressamente ricomprese nel costo totale del credito); fatta eccezione, ovviamente, per le imposte periodiche (imposta di bollo dovuta per le comunicazioni periodiche), ma solitamente incassate anticipatamente dall'intermediario. Considerazioni parzialmente analoghe potrebbero ripetersi anche per le voci di costo rappresentate dalle commissioni agente e mediatore (ricomprese anch'esse nel costo totale del credito, anche *arg. ex art.* 125-*novies*, terzo comma, t.u.b.), sebbene per tali costi non siano immediatamente ravvisabili profili di contrasto con l'ordinamento interno. Anche in tal caso si tratta di voci di costo che sfuggono ad una quantificazione forfettaria e ad una imputazione convenzionale propria, invece, degli altri costi sostenuti dall'intermediario. Le commissioni mediatore o agente sono, di fatti, riconosciute e dovute a soggetti esterni alla organizzazione dell'intermediario (ancorché la commissione agente sia un costo propriamente dell'intermediario), la cui quantificazione è direttamente riconducibile al singolo contratto. Ferma, in ogni caso, la necessità di una chiara e puntuale

finanziamento appaiono, infatti, per lo più costi imputati (attribuiti) al singolo contratto solo in via forfettaria e convenzionale⁴⁵.

Per tale ragione non pare – ancora una volta⁴⁶ – superabile il rilievo della Corte secondo cui l’intermediario potrebbe incrementare le commissioni *up front*, riducendo quelle *recurring* (in astratto rimborsabili), così diminuendo l’importo dovuto al consumatore in caso di estinzione anticipata del finanziamento. Soluzione che, come chiarito, non è legata ad una mera interpretazione «manifestamente illogica» cui la Corte ricorrerebbe per «sostituire una lettura presuntamente eludibile»⁴⁷, poiché l’elusione evidenziata dalla Corte trova origine proprio nella impossibilità – per il consumatore e per il giudice – di tracciare una oggettiva linea di confine tra costi *up front* e costi *recurring* e, in definitiva, nella totale discrezionalità dell’intermediario.

Né appare corretto far leva sull’«esito restitutorio» prodotto dall’art. 125-sexies t.u.b. (e dall’art. 16 dir. 2008/48), sottolineando come la «restituzione può aversi se colui che la chiede dimostra di aver dato qualcosa indebitamente: e l’indebito nella fattispecie in esame non può che aversi per quelle somme corrisposte a fronte di servizi durevoli, che cioè sono dovute ‘per la restante parte del contratto’, quella successiva all’estinzione»⁴⁸. Tale ricostruzione rivela una certa confusione sulle effettive modalità di realizzazione dell’operazione di finanziamento e,

documentazione in tal senso, che non sia limitata alla sola trasparenza negoziale, ma che consenta di confermare la consistenza della voce di costo e la diretta imputazione al singolo contratto di finanziamento (conf. anche A.A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione*, cit., p. 11, nota 17), non potrebbe, quindi, escludersi – quanto meno per le commissioni mediatore (su cui v. comunque le considerazioni di U. MALVAGNA, *op. cit.*, 1560 ss.) – un intervento correttivo – in sede eventualmente di rinvio pregiudiziale *ex art. 267 TFUE* – sulle posizioni assunte dalla Corte.

⁴⁵ Cfr., ancora, le conclusioni dell’avvocato generale: «anche quando i costi addebitati sono calcolati con riferimento alla durata del credito, va osservato che essi possono servire a compensare in parte i costi ricorrenti e in parte i costi una tantum, compresi i costi sorti esclusivamente prima del rimborso anticipato. Lo stesso può dirsi quando tali addebiti sono stati calcolati in relazione all’importo del credito concesso, in quanto non tutti i costi variabili sono necessariamente costi ricorrenti» (par. 54).

⁴⁶ V. *supra* nota 37.

⁴⁷ In tal senso, invece, F. MAIMERI, *op. cit.*, 7.

⁴⁸ F. MAIMERI, *op. cit.*, 7.

soprattutto, dell'esercizio del diritto del consumatore ai sensi dell'art. 125-*sexies* t.u.b.⁴⁹.

L'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. riconosce, infatti, espressamente al cliente il diritto di estinguere il finanziamento senza dover versare interamente l'importo dovuto quale debito capitale residuo, per poi recuperare (*ex* art. 2033 c.c.) le somme indebitamente trattenute dall'intermediario successivamente all'estinzione; ma procedendo direttamente a corrispondere all'intermediario la differenza tra il debito capitale residuo e la quota parte delle commissioni non maturate. L'art. 125-*sexies* t.u.b. anticipa, quindi, l'esigibilità dell'invocato diritto del cliente *ex* art. 2033 c.c., che altrimenti maturerebbe soltanto successivamente (o al più contestualmente) alla estinzione del finanziamento per effetto del pagamento integrale del debito capitale residuo, attraverso una *facultas solutionis*, che consente al debitore di corrispondere anticipatamente una data somma (determinata ai sensi dell'art. 125-*sexies* t.u.b.) in sostituzione dell'esatto adempimento⁵⁰. L'eccedenza corrisposta dal consumatore in sede di estinzione anticipata e corrispondente alla quota parte dei costi oggetto di riduzione *ex* art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. costituisce, dunque, un effettivo indebito a carico dell'intermediario e non (soltanto) di soggetti terzi⁵¹.

⁴⁹ V. anche A.A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione*, cit., p. 11.

⁵⁰ In tal senso, v. già A.A. DOLMETTA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La facoltà di «estinzione anticipata» nei contratti bancari, con segnato riguardo alla disposizione dell'art. 7 legge n. 40/2017*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, 524 e 540 ss., secondo cui – in riferimento all'estinzione anticipata (anche parziale) di un contratto di mutuo stipulato «per l'acquisto o per la ristrutturazione di unità immobiliari adibite ad abitazione», come disciplinata dal previgente art. 7 d.l. n. 7/2007 (convertito con l. n. 40/2007) – «viene attribuita al debitore la facoltà di scegliere, lungo tutta la pendenza del rapporto, un adempimento anticipato e ridotto (posta la sufficienza del rimborso, oltre al capitale, degli interessi maturati: a differenza dell'esatto adempimento, conformato sulla prestazione degli interessi sino a scadenza dell'obbligo di pagamento (...))».

⁵¹ Sul punto sia consentito rinviare al mio *Contratti di finanziamento personale e polizze assicurative: l'estinzione anticipata del finanziamento (art. 125-*sexies* t.u.b.) mediante attivazione della copertura assicurativa*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 789 ss., spec. 801 ss.

6. (Segue): *il criterio di rimborso dei costi del finanziamento alla luce della pronuncia della Corte di Giustizia*

Se l'applicazione dei principi espressi dalla Sentenza non può che condurre ad una interpretazione e applicazione dell'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. conforme a quella tracciata dalla Corte di Giustizia, che contempra, quindi, il diritto del consumatore al rimborso (parziale) anche dei costi sinora considerati non suscettibili di rimborso alcuno, con riferimento al criterio di calcolo la pronuncia della Corte, come accennato, non assume all'apparenza una chiara e formale posizione⁵².

In realtà, sul punto non mancano indicazioni di carattere generale.

Da un lato, occorre, considerare che la Corte di Giustizia muove il proprio ragionamento dalle conclusioni presentate dall'avvocato generale (Gerard Hogan), secondo cui soltanto due interpretazioni tra quelle (quattro) dallo stesso prospettate sono coerenti con la conclusione per cui «la locuzione '[dovuti] per la restante durata del contratto' dovrebbe essere intesa nel senso che la riduzione prevista dall'articolo 16, paragrafo 1, non dipende dalla finalità dei costi a carico del consumatore (...), ma piuttosto dalla data in cui viene richiesto il pagamento dei costi al consumatore»⁵³.

La prima (1) interpretazione (ovvero la «seconda» nell'elencazione dell'avvocato generale) «consiste nel ritenere che il costo totale del credito debba essere ridotto in proporzione al restante periodo contrattuale. In sostanza la locuzione 'per la restante durata del contratto' costituirebbe solo un'indicazione delle modalità di calcolo della riduzione, ossia in proporzione alla 'restante durata del contratto'»⁵⁴.

La seconda (2) interpretazione (ovvero la «quarta» nell'elencazione dell'avvocato generale), secondo cui «la riduzione cui avrebbe diritto il consumatore corrisponde ai pagamenti *una tantum* o ricorrenti non ancora scaduti al momento del rimborso anticipato»⁵⁵.

Dall'altro lato, coerentemente con le conclusioni dell'avvocato generale, è la stessa Corte di Giustizia a premettere che «la menzione

⁵² W.G. CATURANO, *op. cit.*, 12 s.; Conciliatore Bancario Finanziario, *op. cit.*, 9.

⁵³ Conclusioni avvocato generale, par. 63.

⁵⁴ Conclusioni avvocato generale, par. 43.

⁵⁵ Conclusioni avvocato generale, par. 46.

della ‘restante durata del contratto’ (...) potrebbe essere interpretata tanto nel senso che essa significa che i costi interessati dalla riduzione del costo totale del credito sono limitati a quelli che dipendono oggettivamente dalla durata del contratto oppure a quelli che sono presentati dal soggetto concedente il credito come riferiti ad una fase particolare della conclusione o dell’esecuzione del contratto, quanto nel senso che essa indica che il metodo di calcolo che deve essere utilizzato al fine di procedere a tale riduzione consiste nel prendere in considerazione la totalità dei costi sopportati dal consumatore e nel ridurne poi l’importo in proporzione alla durata residua del contratto» (par. 24).

Di conseguenza, sembra potersi concludere che il principio di diritto espresso nella sentenza presupponga il ricorso alla prima linea interpretativa sopra evidenziata (1), in base alla quale l’art. 16, par. 1, dir. 2018/48/CE si riferisce ad una «modalità di calcolo della riduzione»⁵⁶, che «consiste nel prendere in considerazione la totalità dei costi sopportati dal consumatore e nel ridurne poi l’importo in proporzione alla durata residua del contratto»⁵⁷.

Ciò, tuttavia, non implica automaticamente e necessariamente il ricorso al criterio di calcolo *pro rata temporis* (o di competenza economica) nella sua formula rigidamente proporzionale, sino ad oggi applicata ai costi c.d. *recurring* sulla base delle indicazioni di Banca d’Italia, e dell’orientamento dell’ABF (v. *supra* §2), in base alla quale l’importo delle voci di costo «viene moltiplicato per la percentuale del finanziamento estinto anticipatamente, risultante (se le rate sono di eguale importo) dal rapporto fra il numero complessivo delle rate e il numero delle rate residue»⁵⁸.

È lo stesso Arbitro Bancario Finanziario ad aver, del resto, riconosciuto che il criterio *pro rata temporis* nella sua formula strettamente proporzionale non costituisce un principio assoluto. Non è, infatti, precluso che «il rimborso dovuto in caso di estinzione

⁵⁶ Conclusioni avvocato generale, par. 43.

⁵⁷ Sentenza, par. 24. Non può, quindi, condividersi il rilievo per cui nella sentenza «non si rinviene alcuna indicazione che possa orientare gli intermediari nella determinazione della quota da rimborsare al consumatore» (Conciliatore Bancario Finanziario, *op. cit.*, 9).

⁵⁸ Così ABF Collegio di Coordinamento, decisioni nn. 10003/2016; 10017/2016; 10035/2016, cit.

anticipata del contratto e ‘pari all’importo (...) dei costi dovuti per la vita residua del contratto’ possa avere uno sviluppo non strettamente lineare o proporzionale (come normalmente avviene) ». Qualora «le parti, nell’esercizio della loro autonomia, abbiano previsto costi continuativi (*recurring*) in misura differenziata per ogni frazione di tempo della durata complessiva del rapporto, il criterio di recupero degli esborsi sopportati per remunerare tali costi a seguito della estinzione anticipata del finanziamento, ancorché non esattamente proporzionale, sarebbe sempre conforme al criterio di competenza economica (*pro rata temporis*), dato che il rimborso avverrebbe comunque secondo la quota dei costi ‘dovuti’ tempo per tempo maturati»⁵⁹.

Più chiaramente, se si considera che:

- i) l’art. 16 dir. 2008/48/CE «non stabilisce il metodo di calcolo da utilizzare» e che, quindi, l’intenzione del legislatore dell’Unione è quella «di lasciare agli Stati membri un certo margine di manovra in materia»⁶⁰;
- ii) l’art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE non è diretto ad armonizzare il metodo di calcolo della riduzione, ma ad enunciare i principi che gli Stati membri devono rispettare nella determinazione di tale metodo e a garantire al consumatore «una riduzione sia dei costi sia degli interessi a seguito del rimborso anticipato in un

⁵⁹ABF Collegio di Coordinamento, decisione n. 10003/2016, cit. («solo il principio di stretta proporzionalità che vi è normalmente sotteso può essere contrattualmente derogato, nel caso in cui sia anticipatamente concordata e stabilita la quota (differenziata nel tempo) di commissioni *recurring* in maturazione riferibili ad ogni rata, dovendo sempre applicarsi la regola che tutte le commissioni continuative, pagate in anticipo al momento di conclusione del contratto, devono poi essere rimborsate al consumatore per le quote imputabili alla rate non maturate (competenza economica)»). In senso conforme anche *Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione: Orientamenti di Vigilanza*, di Banca d’Italia, 30 marzo 2018, par. 12, nota 13: «in relazione al diritto del consumatore al rimborso anticipato, vanno anche indicate le modalità di calcolo della riduzione del ‘costo totale’ del credito’ (...) Ad esempio una percentuale o un piano di rimborso di interessi e commissioni».

⁶⁰ Conclusioni avvocato generale, par. 36. La direttiva 2008/48/CE, infatti, non armonizza «il metodo di calcolo da utilizzare per determinare la riduzione applicabile nel caso di rimborso anticipato del credito, ma enuncia i principi che gli Stati membri devono rispettare nella determinazione di tale metodo» (conclusioni avvocato generale, par. 38).

modo che è (relativamente) proporzionale alla misura in cui il contratto è stato rimborsato anticipatamente»⁶¹;

- iii) «l'applicazione di due distinti metodi di calcolo, rispettivamente uno per l'interesse e uno per i costi (...) sarebbe in contrasto con la formulazione stessa dell'articolo 16, paragrafo 1»⁶²;
- iv) non appare del tutto corretto discorrere di una piena assimilazione dei costi *up front* ai costi *recurring* e prospettare, quale effetto immediato, l'applicazione – in via residuale (*i.e.*, in assenza di una espressa previsione negoziale) – ai primi di criteri di rimborso indicati per i secondi da Banca d'Italia e dall'ABF in un quadro normativo profondamente differente da quello che emerge dalla sentenza e incentrato sulla netta distinzione – oggi superata – tra costi *up front* e costi *recurring*;
- v) nell'impostazione seguita dalla Corte di Giustizia, la necessità di procedere ad una riduzione del costo totale del credito che tenga conto (anche) di tutte le voci di costo sembra muovere non tanto dalla mera assimilazione tra costi *up front* e costi *recurring*, quanto piuttosto (e prima ancora) dalla stessa difficoltà (o impossibilità) di tracciare anche in astratto una linea di confine tra, da un lato, i costi (siano essi *recurring* e *up front*) e, dall'altro lato, gli interessi, considerato che «la fatturazione di costi può includere un certo margine di profitto»⁶³;

nulla esclude che la riduzione del costo totale del credito (comprensivo degli interessi e dei costi) possa avvenire secondo un criterio differente da quello *pro rata temporis* strettamente proporzionale⁶⁴, che garantisca comunque una riduzione relativamente proporzionale alla (ovvero, in funzione della) misura in cui il contratto è stato rimborsato anticipatamente e che sia al contempo omogeneo per tutte le voci ricomprese nel costo totale del credito: interessi e costi.

⁶¹ Così esplicitamente le conclusioni dell'avvocato generale, par. 64.

⁶² Conclusioni avvocato generale, par. 59.

⁶³ Sentenza, par. 31. Nello stesso senso anche le conclusioni dell'avvocato generale par. 54 («qualsiasi onere o commissione che i consumatori sono tenuti a pagare può includere una parte del profitto, in quanto nessuna norma obbliga gli enti creditizi a conseguire il loro margine di profitto unicamente attraverso gli addebiti imposti ai consumatori») e par. 55.

⁶⁴ Per il quale «l'importo complessivo delle voci *recurring* viene suddiviso per il numero complessivo delle rate e poi moltiplicato per il numero delle rate residue» (ABF Collegio di Coordinamento, decisione n. 10003/2016, cit.).

Salva l'ipotesi (rara) in cui sia espressamente contemplato dal contratto di finanziamento, nell'ordinamento nazionale interno il criterio *pro rata temporis* rigidamente proporzionale ha, del resto, trovato sinora applicazione in via soltanto residuale, sulla base delle espresse indicazioni di Banca d'Italia (come richiamate e recepite dall'ABF), fondate sul presupposto – oggi, si ribadisce, superato dalla Corte di Giustizia – della netta distinzione tra costi *up front* e costi *recurring* e del connesso principio della ripetizione dell'indebito oggettivo (art. 2033 c.c.)⁶⁵. È solo con riferimento ai costi *recurring* che il criterio *pro rata temporis* rigidamente proporzionale è stato, sino ad oggi, considerato «il più logico e, con ciò stesso, il più conforme al diritto ed all'equità sostanziale»⁶⁶. Il che esclude, tra l'altro, che l'applicazione del criterio *pro rata temporis* strettamente proporzionale anche ai costi *up front* possa trovare fondamento nell'affidamento (insussistente) del consumatore ad un rimborso rigidamente proporzionale, radicalmente e chiaramente escluso dalle indicazioni di Banca d'Italia e dall'orientamento dell'ABF.

Anche per i costi *recurring* può, in realtà, predicarsi quella imputazione convenzionale-forfettaria al singolo contratto che ha indotto la Corte al loro accostamento agli interessi (*i.e.* il corrispettivo della prestazione principale), sulla base di argomenti fatti talora propri anche dal Collegio di Coordinamento dell'ABF per voci di costo quali gli oneri per l'«acquisizione provvista» e per la «conversione tasso». Costi qualificati come *recurring*, ma di cui, da un lato, si è dubitato della loro riconducibilità «al singolo contratto di finanziamento» e della loro remunerazione da parte del «cliente tramite commissioni, anziché attraverso la determinazione del tasso degli interessi corrispettivi» e, dall'altro lato, si è evidenziata la possibile distribuzione «sulla durata

⁶⁵ Cfr. ancora ABF Collegio di Coordinamento, decisioni nn. 10003/2016; 10017/2016; 10035/2016, cit.: «l'estinzione anticipata implica l'automatico effetto della restituzione degli importi corrispondenti ai servizi non resi, per i quali viene, quindi, a mancare ogni ragione (titolo) dell'apprensione da parte dell'intermediario. Su questa linea, la misura dell'indebito discende automaticamente dalla corretta determinazione dell'oggetto, recata in contratto: anche in assenza dell'art. 125-*sexies* TUB, il consumatore avrebbe comunque il diritto alla ripetizione delle somme indebitamente trattenute dall'intermediario, secondo la disciplina generale dell'art. 2033 c.c., di cui l'art. 125-*sexies*, primo comma, TUB è chiaramente espressione».

⁶⁶ Così ABF Collegio di Coordinamento, 22 settembre 2014, n. 6167.

del medesimo contratto»⁶⁷. Anche quando sia possibile – come effettivamente è – individuare attività e servizi prestati tempo per tempo (*i.e. recurring*)⁶⁸, e che, quindi, non saranno più erogati in caso di rimborso anticipato del finanziamento, sussiste pur sempre una imputazione e quantificazione convenzionale-forfettaria del costo corrispondente.

Non paiono, pertanto, sussistere insormontabili ostacoli giuridico-formali e sostanziali ad una riduzione di quella quota del costo totale del credito rappresentata dai costi sia *up front* che *recurring* secondo il medesimo criterio di calcolo utilizzato per gli interessi corrispettivi, che costituiscono la principale voce del costo totale del credito; criterio che, in ogni caso, determina una riduzione progressiva (*i.e.* «(relativamente) proporzionale»⁶⁹) del costo totale del credito in funzione del tempo trascorso (*i.e.* del momento in cui avviene l'estinzione anticipata del finanziamento) e che, in quanto inferibile dal piano di ammortamento allegato al finanziamento, costituisce, in realtà, l'unico criterio di rimborso espressamente contemplato dal contratto e condiviso dalle parti⁷⁰. Ciò ovviamente non preclude al legislatore⁷¹ e alle parti di prevedere differenti criteri di rimborso, pur sempre nei limiti (sopra richiamati) individuati nella sentenza.

In definitiva, alla luce delle considerazioni che precedono, per la riduzione di tutte le voci del costo totale del credito la sentenza della Corte di Giustizia non impone l'applicazione del criterio *pro rata temporis* strettamente proporzionale, ma appare, in realtà, compatibile con l'adozione, anche per le voci di costo, del medesimo criterio di

⁶⁷ ABF Collegio di Coordinamento, 10 maggio 2017, n. 5031.

⁶⁸ Si pensi, ad esempio, alle comunicazioni periodiche, alle attività necessarie per l'incasso delle rate del piano di ammortamento, ecc.

⁶⁹ Conclusioni avvocato generale, par. 64.

⁷⁰ Fatta salva, come accennato, l'ipotesi, per la verità infrequente, in cui il contratto richiami espressamente il criterio *pro rata temporis* strettamente proporzionale per il rimborso (riduzione) dei costi del finanziamento.

⁷¹ È questo certamente il caso del rimborso dei premi assicurativi delle polizze connesse a contratti di finanziamento ai sensi dell'art. 22, comma 15-*quater*, d.l. n. 179/2012 e dell'art. 39, reg. Ivass n. 41/2018, che presenta una distribuzione chiaramente «(relativamente) proporzionale» (cfr. A. TINA, *Il rimborso del premio assicurativo nei contratti di finanziamento con cessione del quinto dello stipendio o della pensione (CQS) e la (in)competenza dell'Arbitro Bancario Finanziario* (art. 128-bis t.u.b.), in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, spec. 186 ss.).

calcolo utilizzato per la determinazione degli interessi corrispettivi, così come desumibile dal piano di ammortamento previsto dal contratto. Ciò non solo qualora le parti abbiano fatto espresso riferimento al piano di ammortamento anche per la riduzione/rimborso dei costi (*up front e recurring*)⁷², ma anche in assenza di una specifica previsione negoziale in tal senso, posto che, come ricordato, «l'applicazione di due distinti metodi di calcolo, rispettivamente uno per l'interesse e uno per i costi (...) sarebbe in contrasto con la formulazione stessa dell'articolo 16, paragrafo 1»⁷³ e che il criterio di riduzione degli interessi è previsto nel piano di ammortamento normalmente allegato al – e richiamato dal – contratto. Il criterio *pro rata temporis* strettamente proporzionale troverà, quindi, applicazione, in via residuale, nell'ipotesi (rara) in cui il contratto di finanziamento non faccia riferimento ad alcun criterio di rimborso, neppure a quello normalmente impiegato per la riduzione degli interessi corrispettivi e rappresentato nel piano di ammortamento solitamente allegato al contratto.

Oltre a contemperare, seppur in parte, gli effetti e le ricadute della sentenza e a superare la necessità di un immediato intervento del legislatore o dell'autorità di vigilanza⁷⁴, comunque non escluso, ma pur sempre confinato nell'ambito dei limiti tracciati dalla Corte, la soluzione così prospettata consente di raggiungere risultati analoghi a quelli ottenuti con uno schema tariffario che incorpori «nel tasso annuo nominale (TAN) la gran parte o tutti gli oneri connessi con il finanziamento»; soluzione che, come evidenziato da Banca d'Italia, oltre a rappresentare «una buona prassi di mercato», «assicura una maggiore tutela del cliente poiché: i) tutti gli oneri incorporati nel tasso sono sempre oggetto di restituzione in caso di estinzione anticipata a prescindere dalla loro natura; ii) semplifica la struttura tariffaria e la rende più comprensibile»⁷⁵. In questa prospettiva, la sentenza della

⁷² Soluzione espressamente consentita dalle già richiamate decisioni del Collegio di Coordinamento ABF, nn. 10003/2016; 10017/2016; 10035/2016, cit.

⁷³ Conclusioni avvocato generale, par. 59.

⁷⁴ V. in tal senso A.A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione*, cit., p. 9; F. MAIMERI, *op. cit.*, 8.

⁷⁵ Cfr. *Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione: Orientamenti di Vigilanza*, di Banca d'Italia, 30 marzo 2018, par. 16. Tale soluzione risulta, ad esempio, ormai prevalente in Germania, soprattutto in seguito alla decisione della Corte di giustizia federale (*Bundesgerichtshof*), 28 ottobre 2014, XI ZR 17/14, consultabile all'indirizzo <https://juris.bundesgerichtshof.de/cgi->

Corte costituisce, anzi, una chiara spinta per l'adozione di una formula di tariffazione c.d. "tutto TAN"⁷⁶ o, qualora si mantenga l'articolazione del costo totale del credito in interessi e costi, per l'impiego – attraverso un'eventuale clausola negoziale espressa⁷⁷ – del medesimo criterio di rimborso per gli interessi e per tutti i costi (*up front* e *recurring*).

Anche sotto questo profilo, non paiono, pertanto, sussistere ragioni sostanziali per non ricorrere all'andamento del piano di ammortamento quale criterio generale di riduzione del costo totale del credito⁷⁸.

7. (Segue): gli effetti sul contenzioso avanti l'ABF

Se si condividono le considerazioni che precedono, la sentenza della Corte di Giustizia apre certamente la via a nuovi reclami e ricorsi dei clienti diretti ad ottenere il rimborso ai sensi dell'art. 125-*sexies* t.u.b. anche delle voci di costo *up front*.

Al riguardo, possono formularsi alcune osservazioni di carattere generale a seconda che le richieste dei clienti siano state o meno oggetto di ricorsi già decisi dall'ABF.

Per i ricorsi non ancora decisi, qualora le richieste del ricorrente abbiano avuto ad oggetto – sia nel ricorso che nel precedente reclamo⁷⁹ – anche i costi *up front*, non potranno che trovare applicazione i principi

bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&Datum=Aktuell&Sort=12288&nr=69445&pos=2&anz=494. Come evidenziato anche da M. MARCHESI, *op. cit.*, 347, attraverso «tale soluzione dovrebbe passare l'auspicata riduzione del contenzioso in materia devoluto all'ABF».

⁷⁶ Così superandosi, tra l'altro, in radice le criticità da tempo evidenziate da U. MALVAGNA, *op. cit.*, 1532 ss.

⁷⁷ Come già riconosciuto e ammesso dalle più volte richiamate decisioni del Collegio di Coordinamento ABF (nn. 10003/2016; 10017/2016; 10035/2016, cit.).

⁷⁸ A ciò si aggiunga che – come ben evidenziato – l'inclusione dei costi dovuti ad attività accessorie nel corrispettivo della prestazione principale (gli interessi), «incrementa pure, *direttamente*, l'efficienza del servizio offerto. L'eccedenza dei costi sui ricavi» – si aggiunge – «resta rischio d'impresa, da gestirsi secondo una sana programmazione: non essendo immediatamente traslabili sul cliente, i costi possono coprirsi solo con i ricavi» (G. MUCCIARONE, La trasparenza bancaria, in *Trattato del contratto*, V. Roppo (a cura di), V, Milano, 2014, 663, spec. 682).

⁷⁹ In caso contrario, l'Arbitro, vincolato al principio della domanda, non potrà che procedere al rimborso dei soli costi c.d. *recurring*, salva la possibilità per il ricorrente di presentare un nuovo reclamo e ricorso per i costi *up front* (ma v. *infra* nota 81).

espressi dalla Corte, con un conseguente rimborso in favore del ricorrente secondo i criteri sopra esaminati (*supra* §6).

Con riferimento, invece, ai ricorsi già decisi dall'ABF, è, anzitutto, chiaramente preclusa la possibilità per il cliente di presentare un nuovo ricorso all'ABF in ragione del principio del *ne bis in idem* più volte confermato dal medesimo Arbitro⁸⁰.

Il principio del *ne bis in idem* non esclude, tuttavia, la possibilità per il cliente di avanzare una richiesta di rimborso dei costi *up front*: i) all'ABF, qualora la domanda formulata nel primo ricorso abbia avuto, in ipotesi, oggetto – conformemente alle indicazioni di Banca d'Italia e all'orientamento dell'ABF (v. *supra* §2) – i soli costi *recurring*⁸¹; e, soprattutto, ii) all'autorità giudiziaria (sempre che non sia decorso il termine decennale di prescrizione). Richiesta che, se accolta, determinerebbe sulla base di quanto sopra osservato il rimborso dei costi *up front* secondo il medesimo criterio utilizzato per gli interessi corrispettivi, potendosi compensare, in tutto o in parte, quanto dovuto al consumatore a tale titolo con l'eccedenza tra quanto già rimborsatogli per i costi *recurring*, secondo il criterio strettamente proporzionale, e quanto, in realtà, dovuto in applicazione del criterio di riduzione degli interessi corrispettivi desumibile dal piano di ammortamento.

⁸⁰ Cfr. spec. ABF Collegio di Coordinamento, 23 novembre 2012, n. 3962 («nel procedimento davanti all'ABF, diversamente da quanto avviene nei giudizi innanzi all'A.G., l'accertamento contenuto nella decisione del Collegio non fa stato tra le parti né impedisce alle parti di ricorrere ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento per la tutela dei propri diritti ed interessi. Ma ciò non autorizza a ritenere che, dopo la decisione, il ricorso possa essere riproposto per un nuovo esame davanti allo stesso Collegio decidente o ad altro Collegio dell'ABF. Invero, la decisione, una volta che sia stata comunicata alle parti, non può essere più modificata (...). Deve, pertanto (...). escludersi che il ricorrente, in tutto o in parte insoddisfatto dell'esito del ricorso, possa riproporre il ricorso innanzi allo stesso o ad altro Collegio dell'ABF. Anche perché ciò comporterebbe una irragionevole penalizzazione dell'intermediario, che si troverebbe ad essere assoggettato per la seconda volta alla stessa procedura e al conseguente rischio di dover provvedere all'adempimento di un'eventuale decisione di accoglimento, onde evitare che sia data notizia della sua inadempienza (Disp. cit., Sez. VI, § 4.)»). Conf. da ultimo ABF Collegio di Bari, 31 maggio 2019, n. 13761; ABF Collegio di Milano, 26 marzo 2019, n. 8336.

⁸¹ E salvo che si ritenga di riconoscere – non senza perplessità – alla decisione dell'Arbitro gli effetti propri del giudicato, con conseguente applicazione anche del principio del dedotto e del deducibile.

In entrambe le ipotesi, non è, inoltre, del tutto escluso – quanto meno in linea di principio – che, indipendentemente dal decorso del termine decennale di prescrizione di cui all'art. 2946 c.c., le richieste del consumatore possano ritenersi sterilizzate in ragione degli effetti derivanti dalla decisione dell'ABF e dalla sua esecuzione.

Qualora le richieste del consumatore abbiano avuto ad oggetto i costi *up front* e *recurring* ed entrambe le parti abbiano dato esecuzione alla decisione dell'Arbitro senza sollevare contestazioni o riserva alcuna di rivolgersi all'autorità giudiziaria, potrebbe – in astratto e ferma la necessità di una valutazione caso per caso – invocarsi una definizione transattiva (art. 1965 c.c.) della controversia insorta tra il cliente e l'intermediario e avente ad oggetto la pretesa del cliente alla riduzione del costo totale del credito ai sensi dell'art. 125-sexies t.u.b.; possibilità che può rivelarsi tanto più concreta quanto maggiore è il tempo intercorso tra la precedente decisione dell'Arbitro e le nuove contestazioni del cliente.

La giurisprudenza di legittimità ha, infatti, riconosciuto l'ammissibilità di un accordo transattivo concluso con una manifestazione implicita del consenso, a condizione che il consenso delle parti, per quanto implicito, risulti da circostanze «*precise, concordanti e obiettivamente concludenti*»⁸².

L'esperimento della procedura dinanzi all'ABF costituisce condizione di procedibilità della domanda giudiziale relativa ai contratti bancari e finanziari, alternativa al ricorso al procedimento di mediazione disciplinato dal d.lgs. n. 28/2010 (art. 5), avente ad oggetto «l'attività (...) svolta da un terzo imparziale e finalizzata ad assistere due o più soggetti nella ricerca di un accordo amichevole per la composizione di una controversia, anche con formulazione di una proposta per la risoluzione della stessa» (art. 1, lett. a), d.lgs. n. 28/2010). In questa prospettiva, la decisione dell'Arbitro che conclude il procedimento potrebbe essere assunta come il contenuto (l'oggetto) di una definizione transattiva della controversia (come individuata e delimitata dalla richieste del consumatore), assolvendo al contempo alla prova formale richiesta dall'art. 1967 c.c. e non trovando ostacoli nel

⁸² Cass., 28 aprile 2011, n. 9455. Conf. Cass., 17 maggio 1985, n. 3013; Cass., 14 maggio 1993, n. 5489; Cass. 16 maggio 1996, n. 4542.

mutato quadro normativo di riferimento⁸³, considerato che, in linea generale, la «transazione non può essere annullata per errore di diritto relativo alle questioni che sono state oggetto di controversia tra le parti» (art. 1969 c.c.).

Entrambe le parti hanno, di fatto, la facoltà «di ricorrere all'autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento per la tutela dei propri diritti e interessi» (cfr. Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari di Banca d'Italia, sez. VI, par. 3); facoltà che può dare contenuto all'inattività delle parti⁸⁴.

⁸³ Mutamento che, invece, esclude in radice la possibilità di ravvisare, facendo leva sul principio generale dell'*exceptio doli*, nella condotta tenuta dal consumatore una rinuncia implicita (su cui v. in generale F. RANIERI, *Rinuncia tacita e verwirkung. Tutela dell'affidamento e decadenza da un diritto*, Padova, 1971, 21 ss.; ID., voce «Eccezione di dolo generale», in *Digesto/civ.*, VII, Torino, 1991, 311 ss.).

⁸⁴ Per l'intermediario, il consenso implicito ad una definizione transattiva può essere ravvisato nell'adempimento spontaneo della decisione dell'Arbitro, senza l'espressione di alcuna riserva circa l'intenzione di ricorrere successivamente all'autorità giudiziaria, mostrando in tal modo, seppur implicitamente, di ritenere definitivamente chiusa la vicenda. L'intermediario ha, del resto, piena facoltà di ricorrere all'autorità giudiziaria e di richiedere che di tale sua intenzione ne sia data pubblicità: «Nel caso in cui sia stata comunicata la sottoposizione della controversia all'Autorità giudiziaria, ne viene fatta menzione in sede di pubblicazione» (Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari di Banca d'Italia, sez. VI, par. 4). Analogamente (ma non senza maggiori difficoltà), il consenso implicito del consumatore alla definizione transattiva della controversia sulla base della decisione dell'ABF potrebbe desumersi dalla accettazione dell'adempimento dell'intermediario senza contestazioni o riserve e dalla sua eventuale protratta inattività, ancor prima del decorso del termine decennale di prescrizione.