

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2016

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

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 ABBA 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

GIOACCHINO LA ROCCA, Deficit cognitivi ed efficacia confessoria nelle condizioni generali di contratto	367
GIULIANO LEMME - SARA PELUSO, Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*	381
CARLO ALBERTO GIUSTI, NPLs: dal gambling degli investitori al fair play della GACS.....	435
PIERRE DE GIOIA CARABELLESE, Il concetto giuridico di compound interest (o anatocismo) in una analisi comparata con il <i>common law</i> britannico.....	445
FRANCESCO QUARTA, Anatocismo nei finanziamenti: nessuna generalizzata deroga all'art. 1283 c.c. a seguito del decreto CICR..	473
LUCA ERZEGOVESI, Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete. scritto per il convegno «salvataggio bancario e tutela del risparmio».....	481
MARIA TERESA PARACAMPO, La nuova stagione dei siti di comparazione dei prodotti assicurativi: dagli interventi delle <i>Authorities</i> europee alle innovazioni della direttiva sulla distribuzione assicurativa	499

SOMMARIO

- GIOACCHINO LA ROCCA, Il “principio di graduazione” in Cassazione (commento a Cass. 27 ottobre 2015 n. 21887)..... 93
- GIULIA TERRANOVA, Le garanzie nella cessione delle partecipazioni sociali nella recente giurisprudenza italiana: corte d’appello di milano, sentenza 2801/2013, tribunale delle imprese di milano, ordinanza del 25 febbraio 2014 e cassazione, sentenza 19693/2014.....101
- UGO PATRONI GRIFFI, L’oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente..... 121
- ANDREA PERIN, La ripartizione di competenze nei procedimenti sanzionatori tra la bce e le national competent authorities all’interno del meccanismo unico di vigilanza *169

Deficit cognitivi ed efficacia confessoria nelle condizioni generali di contratto

1. Costituiscono esperienza ormai diffusa moduli riproducti condizioni generali di contratto, nei quali il predisponente ha inserito affermazioni volte a far sì che la controparte, nel sottoscrivere il modulo, dichiari di «essere operatore qualificato», di «avere ricevuto [determinate] informazioni», di «avere ricevuto informazioni adeguate» sul bene o servizio oggetto del contratto, di «avere esaminato il prodotto acquistato e di averlo trovato di proprio gradimento», ovvero di «avere ricevuto copia del contratto sottoscritta [dal predisponente]»; o ancora la dichiarazione – precompilata nel modulo predisposto dal soggetto abilitato allo svolgimento dei servizi di investimento - con la quale il cliente dichiara di avere un'elevata propensione al rischio ⁽¹⁾.

Si sostiene, in proposito, da taluno – e non sono mancate decisioni in tal senso anche della Corte di cassazione, oltre che di giudici di merito – che tali affermazioni integrino una vera e propria confessione.

Altri, invece, distinguono: per un verso escludono che in esse o in alcune di esse possa intravedersi una confessione a causa della presenza di componenti valoriali, ossia giudizi e non fatti. Esempi in tal senso sono le locuzioni «dichiaro di essere operatore qualificato», «dichiaro di avere ricevuto informazioni adeguate»: dove è evidente che l'essere l'informazione «adeguata» o no, e l'essere un determinato soggetto «operatore qualificato», e dunque escluso dall'applicazione di determinate discipline o no, è un giudizio circa l'interpretazione di norme giuridiche che per definizione spetta al giudice e non alle parti. Per altro verso, l'orientamento in esame assegna comunque una qualche rilevanza giuridica alle affermazioni sopra riportate, e alle altre analoghe che pure sono presenti nel traffico commerciale, in quanto comunque esse comporterebbero una sorta di autoresponsabilità dell'aderente, che però le sottoscrive in quanto contenute nel modulo che gli viene proposto.

¹) L'esempio è tratto dalla fattispecie decisa da Cass. 10 novembre 2015, n. 22950.

Vi è poi un ulteriore aspetto di interesse nelle vicende in esame: in molti di questi casi l'aderente non è un soggetto del tutto privo di esperienza del mercato e degli affari, ma è un imprenditore. Ciò, peraltro, non significa – non è inutile chiarirlo subito – che in questi casi non vi sia un contratto asimmetrico ⁽²⁾: ciò che contraddistingue questa tipologia di contratti, infatti, è che essi intervengono tra due parti aventi caratteristiche ben definite: una di loro è operatore professionale del mercato entro il quale il contratto ha luogo, l'altra parte invece – imprenditore o consumatore che sia – non lo è. Esempio evidente di tale situazione è offerto dall'impresa che necessita di un servizio finanziario da una banca: il rapporto che si costituirà sarà regolato dai moduli e dalle condizioni generali di contratto unilateralmente predisposte dalla banca, la quale, a differenza della controparte, conosce perfettamente il mercato finanziario, i «beni» che vi si negoziano ⁽³⁾, con i relativi rischi ed opportunità. Altri esempi possono essere costituiti dal contratto di affiliazione commerciale e dagli altri contratti sussumibili nella figura del «terzo contratto».

Si propone quindi il problema della rilevanza ed efficacia da assegnare alle dichiarazioni sopra elencate, e alle altre analoghe, quando siano inserite nei moduli predetti, tenendo presente anche l'aspetto da ultimo sottolineato.

2. La prima questione che si profila è stabilire se la variegata tipologia di dichiarazioni sopra accennata debba essere considerata parte delle condizioni generali di contratto.

La risposta non può che essere affermativa, sia nel caso in cui tali dichiarazioni siano poste nelle premesse dell'articolato contrattuale, sia nel caso in cui siano inserite all'interno di tale articolato o altrove nel modulo.

L'irrilevanza della collocazione delle dichiarazioni in discorso all'interno del modulo è agevolmente spiegata. Ovunque esse siano poste nel modulo, le affermazioni esemplificate in § 1 concorrono alla

²) Su tale nozione v. anche per riferimenti A.M. BENEDETTI, *Contratto asimmetrico*, in *Enc.dir.*, Annali, V, 2012, 370 ss.

³) Il lemma «beni», quando applicato all'oggetto delle negoziazioni sul mercato dei capitali, è assolutamente estraneo al significato tecnico proprio della parola alla stregua dell'art. 810 c.c.: v. G. LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali: la nozione civilistica di «strumento finanziario»*², Torino, 2009, 33 ss.

«disciplina uniforme» di tutti i rapporti instaurati dal predisponente per il tramite del modulo stesso (art. 1342 c.c.). E ovviamente concorrono con le altre condizioni generali di contratto a preconstituire una disciplina del rapporto contrattuale in senso favorevole al predisponente. Così, in uno scenario normativo caratterizzato da una disposizione quale il non più vigente art. 31 reg. Consob n. 11522/98, allorquando l'aderente sottoscriveva il modulo contenente la dichiarazione di essere «operatore qualificato», il predisponente era automaticamente esonerato da una parte della disciplina regolamentare di tutela dell'investitore, anche se tale esonero non poteva essere esteso – mette conto rammentare – all'art. 21 TUF⁴). Ne segue che la clausola che determinava questo effetto di esclusione di una data disciplina dal rapporto contrattuale, al pari di qualsiasi altra clausola analoga, è inefficace se non approvata specificamente ai sensi del secondo comma dell'art. 1341 c.c.: essa, infatti, ad un tempo limita sia la responsabilità del predisponente, sia la facoltà di opporre eccezioni da parte dell'aderente.

Intuitivi analoghi rilievi valgono per gli altri esempi elencati nel precedente paragrafo. In particolare, merita soffermarsi sulla dichiarazione *«prendiamo atto che una copia del presente contratto ci viene rilasciata debitamente sottoscritta da soggetti abilitati a rappresentarvi»*.

Essa assume un'importanza particolare quando è apposta all'interno di moduli volti a disciplinare i contratti di cui agli artt. 117 TUB e 23 TUF, i quali richiedono una forma scritta a pena di nullità. Orbene, quando la clausola in discorso sia apposta in questi moduli, essa determina un effetto di significativo vantaggio per il predisponente, nel senso che, qualora sia ritenuta idonea a paralizzare gli effetti dell'assenza del documento sottoscritto, consente di fatto all'impresa predisponente di erogare i propri servizi senza preoccuparsi di sottoscrivere il contratto, con conseguente risparmio di rilevanti costi transattivi e con il singolare effetto di derogare per patto unilateralmente predisposto ad una norma inderogabile quale è quella che sancisce la nullità in caso di difetto di forma scritta.

⁴) *Amplius* G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011.

3. L'assetto contrattuale di maggior favore per il predisponente che deriva da tali clausole, non costituisce di per se, né uno scandalo, né una novità. Nei contratti unilateralmente predisposti la posizione di vantaggio dell'imprenditore predisponente, non solo viene rilevata da secoli⁽⁵⁾, ma è stata intenzionalmente perseguita dal legislatore con l'art. 1341 c.c. in funzione di quella rapida industrializzazione del Paese⁽⁶⁾, che rappresentò l'obiettivo strategico continuativo dei governi italiani succedutisi dai primi del novecento agli anni sessanta, con la sola eccezione degli anni 1945-1947⁽⁷⁾.

Questa osservazione trova puntuale riscontro nei rilievi – che ben a ragione possono definirsi: programmatici – formulati già nel 1931 da un importante giurista, che ebbe anche incarichi di governo⁽⁸⁾. Tali intenti programmatici si sono tradotti nelle formule operative dell'art. 1341 c.c. Sul punto la Relazione al Re sul Codice Civile, n. 612, non ammette dubbi: vi si legge che il legislatore si prefigge di intervenire sulla «*realtà economica*» del suo tempo imprimendovi «*un acceleramento del fenomeno produttivo*»; non solo dalla Relazione si ricava che il legislatore è consapevole che a tal fine è necessario, tra

⁵) Nel 1761 POTHIER, *Trattato del contratto di assicurazione*, in *Opere*, Seconda edizione italiana eseguita su quella pubblicata a Parigi per cura del Signore Dupin Seniore, Livorno, 1842, II, 97 ss., 129, n. 100, scrive quanto segue: «*si era introdotto un abuso riguardo a questi atti [i contratti di assicurazione]. I sensali ed agenti di assicurazione avevano delle formole di questi atti stampate, nelle quali non mancavano, per essere riempite, che i nomi e le qualità del bastimento, delle mercanzie, il premio ed il nome delle parti contraenti, e nelle quali esse inserivano tutte le clausole che immaginavano per favorire le loro parti. Gli assicuratori a cui si presentavano queste formole da sottoscrivere, non informandosi che della somma che si faceva assicurare e del prezzo del premio, le firmavano senza fare attenzione alle clausole che vi erano inserite, e delle quali essi non intendevano il senso: in tal modo essi si trovavano sottoposti a delle clausole svantaggiose che non avevano inteso*».

⁶) Invero, «*l'Italia del 1940 ... era ancora un paese prevalentemente agricolo: in questo settore lavorava il 49,4 % degli oltre 19 milioni di occupati, a fronte del 27,3 % impiegato nell'industria e del 23,3 % dedito ad altre attività*» (WEIGMANN, *L'impresa nel codice civile del 1942*, in VACCA (cur.), *Il codice civile ha 70 anni ma non li dimostra*, Napoli, 2016, 179 ss., il quale a sua volta cita dati ISTAT).

⁷) Cfr. PETRI, *Storia economica d'Italia. Dalla Grande guerra al miracolo economico (1918-1963)*, Bologna, 2002, 51 ss., spec. 65.

⁸) Cfr. ASQUINI, *L'unità del diritto commerciale e i moderni orientamenti corporativi*, in *Studi di diritto commerciale in onore di Cesare Vivante*, II, Roma, 1931, XI, 521 ss.

l'altro, «*semplificare l'organizzazione e la gestione*» delle imprese attraverso una contrattazione standardizzata onde consentire loro «*una più precisa determinazione dell'alea*».

La dottrina non ha ovviamente mancato di cogliere le implicazioni dell'art. 1341 c.c. sotto tale profilo. Si è, infatti, osservato che con l'art. 1341 c.c. è stato assegnato al predisponente il «*diritto di comandare il mercato*»⁽⁹⁾: grazie all'art. 1341 c.c. il predisponente, ossia l'impresa, può imporre alle sue controparti tutte quelle condizioni che distribuiscono i costi, i rischi e le opportunità connesse all'operazione economica realizzata col contratto, in modo assolutamente funzionale alle sue esigenze organizzative e gestionali⁽¹⁰⁾. Non può sfuggire a questo punto la primaria importanza dogmatica e politica dell'art. 1341 c.c., che peraltro fu sottolineata già nel 1943 a proposito degli *standad contracts* in generale: attraverso il meccanismo previsto dal primo comma si esperisce il tentativo di razionalizzare una situazione di diseguale potere dei soggetti del rapporto, cercando di ricondurla all'interno della categoria contrattuale, malgrado tale situazione contraddica i più risalenti ed importanti principi fondativi delle società, che quella categoria avevano espresso⁽¹¹⁾.

Dunque, risulta confermato quel che qui interessa: con l'art. 1341 c.c. e l'utilizzo delle condizioni generali di contratto, il legislatore consente al predisponente di semplificare per quanto possibile gli oneri gestionali ribaltando rischi e costi sulla controparte.

Se questo è il sottinteso economico-giuridico delle condizioni generali di contratto, quali sono disciplinate dall'art. 1341 c.c., è evidente che le dichiarazioni specificate nei §§ 1 e 2 determinano risultati concreti assolutamente in linea con il motivo ispiratore delle condizioni generali medesime, delle quali condividono (la natura e) la collocazione nei moduli unilateralmente predisposti dagli operatori professionali del mercato del riferimento. Si ritorna in altre parole al

⁹) ALPA, *Introduzione al diritto dei consumatori*, Roma-Bari, 2006, 132; P. BARCELLONA (con la collaborazione di C. CAMARDI), *Diritto privato e società moderna*, Napoli, 1996, 403 ss., 404.

¹⁰) ROPPO, *Contratti standard. Autonomia e controlli nella disciplina delle attività negoziali di impresa*, Milano, 1975, 32 ss.; ALPA, *op. cit.*, 130.

¹¹) KESSLER, *Contracts of adhesion. Some thoughts about freedom of contracts*, 43 *Colum. L. Rev.* 629 (1943), spec. 640.

motivo iniziale di questo paragrafo: non v'è nulla di anomalo nel fatto che con l'inserimento nel proprio modulo della dichiarazione *«prendiamo atto che una copia del presente contratto ci viene rilasciata debitamente sottoscritta da soggetti abilitati a rappresentarvi»*, il predisponente consegua il risultato di essere esonerato (anzi, sarebbe corretto dire: di esonerarsi) dal rispetto della forma scritta *ad substantiam* e così si «semplifichi la vita» semplificando le procedure organizzative interne necessarie per concludere il contratto, abbattendo nel contempo i relativi costi transattivi. Del pari non deve meravigliare che con l'altra dichiarazione prima presa in esame in § 2 (con la quale il cliente aderente si dichiara «operatore qualificato») l'impresa finanziaria predisponente si esoneri dal rispetto delle disposizioni regolamentari poste a tutela dell'investitore ed imponga al primo rischi che si traducono in altrettante opportunità per l'impresa finanziaria medesima.

4. Lo scenario così delineato apre il campo ad ulteriori considerazioni.

In primo luogo, l'equiparazione formale e sostanziale delle dichiarazioni di cui ai §§ 1 e 2 alle condizioni generali di contratto, rende palese la loro – diciamo - «complicata» riferibilità all'aderente, il quale, infatti, non le concepisce in autonomia, ma semplicemente le subisce, nel senso che questi prende atto della necessità di sottoscrivere i moduli che gli vengono proposti se intende fruire dei servizi dell'impresa predisponente, con conseguente caduta di interesse verso le condizioni generali riportate nel modulo stesso.

Si determina in questi casi un problema di natura cognitiva in ordine all'effettiva consapevolezza dell'aderente circa le clausole contenute nel modulo e la loro portata.

Tale problema è ben noto almeno fin dal XVII secolo: nella vicenda riferita da Pothier cui si è accennato nella precedente nota 5, relativa all'«abuso» perpetrato sul mercato assicurativo in Francia nella vigenza della *Grande Ordonnance de la marine* del 1681, lo stesso Pothier riporta che quanti non avevano predisposto le «formole» contrattuali, *«le firmavano senza fare attenzione alle clausole che vi erano inserite, e delle quali essi non intendevano il senso: in tal modo essi si trovavano sottoposti a delle clausole*

svantaggiose che non avevano inteso» ⁽¹²⁾. Mette conto sottolineare che nella vicenda riportata da Pothier i non predisponenti il contratto di assicurazione erano proprio gli assicuratori: ciò si sottolinea al fine di prendere atto che il deficit cognitivo sul quale si vuole portare l'attenzione, non è stato storicamente confinato a contratti con consumatori, né lo è tuttora.

Tale deficit cognitivo del non predisponente è stato, infatti, osservato periodicamente nel tempo, tanto che la recente analisi economica del diritto ne ha offerto una spiegazione plausibile in termini di analisi costi/benefici ⁽¹³⁾.

In questa sede interessa prendere atto che un deficit cognitivo che, malgrado il trascorrere dei secoli, si ripropone nel tempo, sembra evidentemente essere di natura oggettiva ed ineliminabile. Centocinquanta anni dopo Pothier un giurista di gradevole autorevolezza e severità sottolineò che *«il caso del contraente valde diligens ...il quale si renda conto con pazienza del ... contenuto [dei contratti per condizioni generali], è una rarità. Questa indolenza è dovuta certo non poco alla convinzione che, tanto, una discussione intorno alle clausole generali non approdrebbe a nulla perché il contraente, che le ha predisposte, normalmente in posizione economica tale da imporle, non vi rinuncia mai»*. Inoltre – si aggiunse – spesso le condizioni generali, in particolare quelle maggiormente insidiose, *«formulate con arte, dopo lunghe esperienze, qualche volta da redattori specializzati»*, sono poste in modo tale che l'aderente non se ne avvede ⁽¹⁴⁾. Non diversamente, altri lustri dopo, si osserverà, a proposito dell'aderente, che *«his contractual intention is but a subjection more or less voluntary to terms dictated by the stronger party, terms whose consequences are often understood only in a vague way, if at all»* ⁽¹⁵⁾.

¹²) v. nota 2 *supra*

¹³) v. ad es. KATZ, *Standard Form Contracts*, in NEWMAN (ed.), *The New Pelgrave Dictionary of Economics and the Law*, (Houndmills, Palgrave, Macmillan, (1998), § IV; KOROBKIN, *Bounded rationality, standard form contracts, and unconscionability*, *The University of Chicago Law Review*, 70, 4, (2003), 1203 ss., 1214 ss.

¹⁴) CARNELUTTI, *Studi sulla sottoscrizione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1929, I, 509 ss.

¹⁵) KESSLER, *op. cit.*, 632.

Di qui la ricorrente attenzione dei regolatori del mercato verso questo problema. Si sono predisposti rimedi storicamente cangianti contro i deficit cognitivi fatalmente indotti dalle dichiarazioni e dalle condizioni generali di contratto prestampate sui moduli predisposti unilateralmente. Nel tempo, ad esempio, si è imposto alle parti di redigere a mano i contratti stabilendo altresì la nullità delle clausole che avessero derogato all'*Ordonnance* ⁽¹⁶⁾, si è imposto di fare approvare specificamente clausole ritenute particolarmente gravose (art. 1341² c.c.), ovvero si è sancita la nullità delle clausole che determinano eccessivi o significativi squilibri tra le parti, siano queste ultime un «professionista» ed un consumatore (art. 33 cod. cons.), ovvero due imprenditori (art. 9 l. subfornitura).

5. I deficit cognitivi sopra indicati elettivamente hanno luogo nei contratti sottintesi negli artt. 1336, 1341, 1342 c.c., nei contratti dei consumatori e più in generale in tutti i contratti unilateralmente predisposti. Essi hanno costituito oggetto di un ampio dibattito che ha stimolato negli anni scorsi la migliore civilistica italiana a proposito degli «scambi senza accordo»: a chi individuava il «*sensu profundo del contratto*» in un esercizio individuale di libertà e volontà e conseguentemente escludeva che le fattispecie prima elencate potessero essere inquadrare nella categoria del contratto ⁽¹⁷⁾, si contrapposero quanti ritenevano realizzato l'elemento soggettivo dell'accordo nella semplice scelta della merce e nel pagamento del relativo prezzo ⁽¹⁸⁾.

Quel che qui più specificamente interessa di quel dibattito, è la condivisa constatazione che – come rilevava già Pothier e come ribadito nei successivi 250 anni dall'unanime dottrina di *civil law* come di *common law* - nei contratti unilateralmente predisposti

¹⁶) Cfr. POTHIER, *op. loc. cit.*: «per rimediare a questo abuso, l'Ammiragliato di Parigi ha fatto un regolamento ... che ordina che tutte le clausole derogatorie dell'Ordinanza, o straordinarie nelle polizze di assicurazione, sarebbero scritte a mano, e proibisce d'aver riguardo a queste clausole, allorché stampate».

¹⁷) IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv.trim. dir. Proc. Civ.*, 1998, 347 ss.; ID., «E' vero, ma ...» (replica a Giorgio Oppo), in *Riv.dir.civ.*, 1999, I, 273 ss.; IRTI, *Lo scambio dei foulards*, in *Riv.Trim.Dir.Proc.Civ.*, 2000, 601.

¹⁸) OPPO, *Disumanizzazione del contratto ?*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1998, I, 525 ss.; GAZZONI, *Contatto reale e contatto fisico (ovverosia l'accordo contrattuale sui trampoli)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2002, I, 655 ss.

l'aderente non esprime un'effettiva valutazione di ciascuna clausola inserita nel modulo contrattuale, così da poterne apprezzare ed accettare (o rifiutare) lo specifico impatto nella sua sfera giuridica ⁽¹⁹⁾. L'attenzione dell'aderente, lo specifico contenuto volitivo della sua adesione, sono tutti concentrati su quelli che la dottrina di *common law* ha designato «*salient attributes*» ⁽²⁰⁾, ossia gli aspetti del contratto più strettamente collegati alle qualità e alle modalità di conseguimento del bene o servizio in cambio di un determinato prezzo. Su questi soli aspetti si concentra l'attenzione del non predisponente, onde così esercitare la «*libertà di comprare scegliendo*» ⁽²¹⁾, senza alcun apprezzamento significativo delle altre condizioni contrattuali che gli vengono di fatto imposte.

6. Il senso del dibattito accennato nel precedente paragrafo è evidente: ancora una volta risulta confermata la conclusione secondo la quale nei contratti posti in essere attraverso formulari, come pure nei contratti di cui all'art. 1336 c.c., e più in generale nei contratti dal contenuto unilateralmente predisposto, il requisito dello «accordo delle parti» deve essere inteso nella sua accezione formale (ma non per questo errata), vale a dire nel senso che tale requisito deve ritenersi sussistente, non già quando vi sia stato un generico «incontro delle volontà» tra le parti del contratto o un'effettiva conoscenza o consapevolezza di ciascuna parte circa il contenuto del contratto (v. infatti art. 1335 c.c.), bensì quando sia pervenuto correttamente a compimento uno di quei procedimenti espressamente previsti dalla

¹⁹) BIANCA, *Acontrattualità dei contratti di massa?*, in *Vita notarile*, 2001, 1120 ss., 1127, il quale, qui in sostanziale condivisione delle tesi di IRTI, osservò che «*punto realmente rilevante è se la volontà dell'aderente abbia efficacia conformatrice del rapporto*». Si tratta di una constatazione diffusa: v. ad es. tra molti S. PATTI, in G. PATTI, S. PATTI, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard. Artt. 1337 – 1342*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1993, 325; S. MAIORCA, *Contratti standard*, in *Noviss. Digesto*, App. II, Torino, 1981, 617 ss., 623; BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*², Torino, 1950, 95 s.; MOSSA, *La documentazione del contenuto contrattuale*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1919, I, 414 ss. 452.

²⁰) V. per tutti KATZ, *op. cit.*; KOROBKIN, *Bounded rationality, standard form contracts, and unconscionability*, *The University of Chicago Law Review*, 70, 4, (2003), 1203 ss., 1206.

²¹) OPPO, *op. cit.*, 532 s.

legge a tal fine. Sono - per fare esempi circoscritti al codice civile - i diversi procedimenti previsti, in alternativa tra loro, dagli artt. 1326, 1327, 1332 e 1341 c.c. Il compimento dei diversi atti e delle diverse procedure previsti in ciascuno di detti articoli integra il requisito dell'«accordo delle parti» ex art. 1325 n. 1 c.c., con la conseguenza che, nel concorso degli altri requisiti previsti dall'art. 1325 c.c., può dirsi perfezionata la fattispecie «contratto».

Tutto ciò, peraltro, non esclude – e i richiamati contributi di Friedrich Kessler e degli autori che hanno partecipato al dibattito sugli «scambi senza accordo» sono lì a confermarlo – che nel contratto cui fanno riferimento gli artt. 1341 e 1342 c.c. la migliore dottrina ha sempre escluso che l'adesione del non predisponente possa essere ritenuta espressione di un atto di volontà e libertà, o se si preferisce, di autonomo apprezzamento di interessi da parte dell'aderente, con conseguente scelta del relativo regolamento da imprimere agli stessi: si tratta soltanto di un «*take it or leave it*».

Il comune buon senso non sembra offrire indicazioni diverse.

Questa conclusione è particolarmente importante in relazione all'ultimo problema che qui si intende prendere in esame. Esso riguarda il caso di contratti per i quali è prevista la forma scritta a pena di nullità, che però risultino privi della sottoscrizione di una delle parti, e – nei casi ex artt. 117 TUF e 23 TUF - segnatamente della sottoscrizione della banca. Ci si chiede al riguardo se la conseguenza della nullità possa essere evitata e se, a tal fine, dispieghi una qualche utilità la clausola/affermazione, contenuta nel modulo sottoscritto dal cliente, a tenor della quale quest'ultimo da «*atto che una copia del presente contratto [è stata a lui] rilasciata debitamente sottoscritta da soggetti abilitati a rappresentare [la banca]*».

Un esame approfondito delle conseguenze dell'assenza del documento recante la sottoscrizione della banca oltrepasserebbe i limiti di questa nota ⁽²²⁾. Qui è possibile accennare solo che – in coerenza con quanto socialmente convenuto «*dal Medioevo in qua*» ⁽²³⁾ - il documento contrattuale privo di sottoscrizione non soddisfa il

²²) Si veda comunque anche per riferimenti TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Il Corriere giuridico*, 2016, 1117 ss.

²³) SAVIGNY, *Sistema del diritto romano attuale*, traduzione dall'originale tedesco di Vittorio SCIALOJA, Torino, 1891, III, 244: «*la dichiarazione di volontà*

requisito della forma scritta ⁽²⁴⁾. Una conclusione analoga – non sembra inutile segnalarlo – si ricava dal § 126 BGB («*se viene prescritta una forma scritta dalla legge il documento deve essere sottoscritto di proprio pugno da chi lo predispone o con una sigla munita di autenticazione notarile*») ⁽²⁵⁾.

Con riguardo alle ipotesi in cui la forma scritta sia richiesta a pena di nullità, come avviene per il contratto di credito (art. 117 TUB) e per il contratto di intermediazione mobiliare (art. 23 TUF), si precisa che «*il documento non assolve soltanto ... alla funzione di prova dell'atto, ma innanzi tutto alla funzione di prova della documentazione, in difetto della quale non si può nemmeno affrontare il problema dell'esistenza, validità e contenuto dell'atto*» ⁽²⁶⁾, con la conseguenza

per iscritto dal medio evo in qua viene fatta mediante sottoscrizione autografa del proprio nome apposta ad uno scritto esarato dal sottoscrivente o da un altro, con che quegli dichiara essere suoi pensieri e suo volere il contenuto di quello scritto». Il dato tradizionale è confermato, anche nelle sue eccezioni, da POTHIER, *Trattato delle obbligazioni*, IV, I, in *Opere*, I, cit., 544 ss.

²⁴) ROPPO, *Il contratto*², Milano, 2011, 218; F. DI GIOVANNI, *La forma*, in *I contratti in generale*, II, a cura di E. Gabrielli *Trattato dei contratti*, diretto da P. RESCIGNO, Torino, 1999, 770 ss.; BERTI DE MARINIS, *La forma del contratto nel sistema di tutela del contraente debole*, Napoli, 2013, 207 ss., ivi riferimenti ulteriori.

Nella dottrina recente è stata avanzata un'idea alternativa. Essa ruota su un duplice presupposto: il primo è che, la forma prevista dagli artt. 23 TUF e 117 TUB, benché richiesta a pena di nullità, sarebbe soprattutto una «forma informativa», ossia una forma volta ad abbattere le asimmetrie informative esistenti tra le parti circa il contenuto del contratto, o aspetti di questo, ritenuti rilevanti dal legislatore, con la conseguenza che il conseguimento del fine informativo renderebbe irrilevanti gli eventuali difetti formali. Qui non è possibile un compiuto esame di questa tesi, a causa dei molteplici profili interessati. È solo possibile osservare che la tesi non trova supporto nel sistema, atteso che non esistono esempi di forme documentali rappresentative di contratti per le quali la legge contenga elementi dai quali poter presumere che le parti siano esonerate dal rispetto dei requisiti richiesti dall'art. 2702 c.c.

²⁵) Se ne propone la traduzione di S. PATTI, *Codice civile tedesco*, Milano, 2005. Il testo tedesco così recita: «*Ist durch Gesetz schriftliche Form vorgeschrieben, so muss die Urkunde von dem Aussteller eigenhändig durch Namensunterschrift oder mittels notariell beglaubigten Handzeichens unterzeichnet werden*».

²⁶) LISERRE, *Formalismo negoziale e testamento*, Milano, 1966, 202.

che si esclude che la confessione possa efficacemente sostituire il documento scritto nella prova del contratto ⁽²⁷⁾.

7. Anche a non voler seguire questa (pur convincente) dottrina, non per questo può dirsi aperta la via per poter assegnare una qualche rilevanza (sia pur latamente) confessoria alle dichiarazioni accennate nei §§ 1 e 2 quando esse siano inserite in moduli predisposti unilateralmente dalla controparte del potenziale confitente. Sulla base dei rilievi formulati nei precedenti paragrafi si profila, infatti, il dubbio sull'effettiva sussistenza nella fattispecie di un requisito essenziale della confessione, vale a dire la sua natura di dichiarazione spontanea e consapevole proveniente da colui che afferma fatti favorevoli all'altra parte e sfavorevoli a se stesso (cfr. Cass. 22 settembre 2015, n. 18264, in *Foro it.*, Rep. 2016, *Confessione civile*, n. 1). Sotto questo profilo mette conto rammentare che gli art. 229 e 231 c.p.c. sottolineano come la dichiarazione confessoria debba provenire dalla parte personalmente e che il legislatore sia sensibile al profilo della consapevolezza e della diretta riferibilità della confessione alla parte personalmente fino al punto di concepire la capacità e la legittimazione a confessare come condizioni oggettive di efficacia della confessione ⁽²⁸⁾.

I precedenti paragrafi escludono ogni esitazione in ordine all'affermazione che questi aspetti (diretta riferibilità dell'atto confessorio alla parte e consapevolezza della stessa in ordine all'atto stesso) non sussistono nell'adesione del non predisponente al modulo predisposto unilateralmente dalla controparte: in questi casi il non predisponente – come si è detto – è privato proprio del potere di valutare le implicazioni di ciascuna clausola o affermazione contenuta nel modulo che gli viene proposto, così da poterla eventualmente

²⁷) cfr. ad es. SACCO, DE NOVA, *Il contratto*³, Torino, 2004, I, 713; LISERRE, *Forma degli atti*, I, *Diritto civile*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, XVI, 2007, 2; ID., *Formalismo negoziale e testamento*, cit., 197 ss. Isolata è rimasta la risalente opinione contraria di C.A. GRAZIANI, *Il dogma dell'inammissibilità dei contratti solenni*, in *La forma degli atti nel diritto privato. Studi in onore di Michele Giorgianni*, Napoli, 1988, 439 ss.

²⁸) Cfr. FURNO, *Confessione (dir. Proc. Civ.)*, in *Enc. Dir.*, VIII, Milano, 1961, 870 ss., par. 5; particolare attenzione al tema della «natura negoziale» della dichiarazione confessoria e ricognitiva dedica GRANELLI, *Confessione e ricognizione nel diritto civile*, in *Digesto IV*, sez. civ., Torino, 1988, dove, peraltro, non si precisa quale sia il significato che l'A. attribuisce a tale espressione

rifiutare. In altre parole, l'aderente mira solo a conseguire il bene o il servizio ed è escluso che sia effettivamente in condizione di poter isolare ed accettare le specifiche conseguenze confessorie di una determinata clausola generale, o di altra formulazione contenuta nel modulo come invece ordinariamente presupposto per la confessione.

Di qui i forti dubbi sulla possibilità di intravedere una confessione in questa tipologia di clausole ⁽²⁹⁾.

²⁹) Sui profili analizzati in queste pagine non si sofferma PAGLIANTINI, *L'incerto incedere del formalismo di protezione tra usi e abusi*, in *Contratto e impresa*, 2013, 299 ss.

Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*

SOMMARIO: 1. L'evoluzione del concetto di "moneta legale" e la dematerializzazione monetaria; 2. Free money e monete virtuali; 3. Bitcoin e le criptovalute; 4. Bitcoin e le tre funzioni della moneta: analisi comparativa; 4.1. Informazioni preliminari; 4.2. Bitcoin come mezzo di scambio; 4.2.1. Costi di transazione; 4.2.2. Anonimato e trasparenza; 4.2.3. Corso legale; 4.2.4. Costi fissi; 4.2.5. Esternalità/Economia di rete; 4.2.6. Risoluzione delle controversie; 4.2.7. Credito e riserva frazionaria; 4.3. Bitcoin come unità di conto; 4.3.1. Divisibilità; 4.3.2. Volatilità dei prezzi; 4.4. Bitcoin come riserva di valore; 4.4.1. Tendenza deflazionistica; 4.4.2. Sicurezza informatica; 5. Bitcoin e la volatilità; 6. Conclusioni.

1. L'evoluzione del concetto di "moneta legale" e la dematerializzazione monetaria

In pochi campi come in quello degli studi sulla moneta si sono visti in tempi recenti una così brusca accelerazione ed un mutamento così subitaneo delle posizioni della dottrina e della giurisprudenza.

È nota infatti la posizione molto netta che vedeva una identificazione pedissequa tra l'espressione "moneta legale", contenuta in particolare nell'art. 1277 c.c., e la moneta fisica, ossia le banconote e le monete metalliche. Nonostante si andassero nel tempo diffondendo altre forme di circolazione monetaria (*in primis* la moneta scritturale o bancaria, poi la moneta elettronica) vi erano notevoli resistenze ad ammettere che questa identificazione, in certo qual modo scontata all'epoca di redazione del codice civile, fosse stata superata.

Una giovane generazione di studiosi ha messo in crisi questa teoria¹, basandosi sulla considerazione che la progressiva sostituzione della moneta dematerializzata alla moneta materiale rendesse di fatto inaccettabile l'idea che solo quest'ultima potesse essere considerata mezzo di adempimento proprio ed esclusivo delle obbligazioni

* Nel presente saggio i § 1-3 e 6 sono stati redatti da Giuliano Lemme, i § 4-5 da Sara Peluso

¹ mi riferisco in particolare agli scritti di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, 1977 e di L. FARENGA, *La moneta bancaria*, Torino, 1997

pecuniarie. A mia volta, prendendo spunto da queste teorie (all'epoca certamente rivoluzionarie) avevo suggerito² che l'espressione "moneta legale" si riferisse oramai ad un contesto normativo che definisse la legge di circolazione monetaria e di conseguenza l'adempimento della funzione di pagamento.

Questi principi (in particolare, la non coincidenza moneta fisica – moneta legale) possono dirsi oramai acquisiti. Il "contante" sta oramai progressivamente venendo meno, eroso sia dall'alto, a livello normativo, dall'imposizione di misure che ne limitano la circolazione, sia dal basso, a livello empirico, per l'ovvia maggior praticità dell'uso di forme alternative di trasmissione di moneta in un contesto nel quale gli acquisti a distanza di beni e servizi stanno divenendo la regola, anziché l'eccezione³.

Sinora, peraltro, la maggior attenzione degli studiosi si è concentrata sulla individuazione delle forme più diffuse di moneta alternativa al contante, quali, come si diceva, la moneta bancaria e la moneta elettronica, fermo restando che a questo tipo di monete (*rectius*, di strumenti di circolazione monetaria) non veniva mai ricondotta una estraneità al sistema dei pagamenti normativamente individuato. Al contrario, il diffondersi di queste forme di circolazione comportava semmai l'esigenza di definirne la portata e regolarne gli effetti, come nel caso delle Direttive PSD, inserite nel contesto dell'armonizzazione dei servizi di pagamento nell'area europea.

In altri termini, nessuno ha mai dubitato che la moneta bancaria e la moneta elettronica si ponessero all'interno della sovranità monetaria (nazionale o, per i Paesi dell'area euro, europea) e di conseguenza che queste forme di moneta fossero protagoniste, e non certo antagoniste, rispetto al concetto di moneta legale.

L'idea così netta di un rapporto necessario tra moneta e regolamentazione ha fatto perdere di vista un dato economico fondamentale: la moneta, quando non supportata da beni aventi valore

² G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, e *La rivoluzione copernicana della cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in Banca, Borsa e Tit. Cred., 2008, II, pagg. 553 segg.

³ alcuni dati sull'incremento delle transazioni in mezzi di pagamento diversi dal contante possono rinvenirsi in G. BONAIUTI, *Le nuove forme di pagamento: una sintesi degli aspetti economici*, in AGE – Anal. Giur. Economia, 1/2015, pagg. 17 segg.

intrinseco (c.d. *commodity-backed money*) circola essenzialmente in base ad un rapporto di fiducia verso l'emittente (c.d. *fiat money*)⁴. Se è vero che l'emittente, negli ordinamenti moderni, coincide con la banca centrale, alla quale l'autorità sovrana in un determinato contesto attribuisce il compito dell'emissione di moneta, nulla vieta, in astratto, che una determinata comunità, territoriale o non territoriale, concordi al proprio interno dei mezzi alternativi di adempimento dell'obbligazione pecuniaria. Tali mezzi non sono "protetti" dall'ordinamento, e dunque la loro accettazione dipende da relazioni contrattuali interne alla comunità, piuttosto che da una regolamentazione esterna.

Tuttavia, l'idea che il mercato monetario sia un mercato concorrenziale, piuttosto che monopolistico, ha da sempre affascinato gli economisti⁵. In effetti, il ruolo primario dello Stato nella gestione della moneta attraverso la propria banca centrale è dovuto più ad esigenze di controllo della politica monetaria che ad una astratta impossibilità di stabilire la presenza contemporanea di più valute concorrenziali.

Si tenga inoltre presente, a completare quest'analisi, la possibilità per uno Stato di rinunciare alla propria sovranità monetaria piena per adottare quale unità di conto e mezzo di pagamento una moneta emessa da un altro Stato. Nel mondo sono numerosi i casi di questo tipo di comportamento, che in Europa, escludendo i micro Stati, riguarda ad esempio il Montenegro.

Il quadro che si pone di fronte all'interprete è dunque quello di estrema fluidità. Se al momento il monopolio centrale in tema di

⁴ senza voler ripercorrere il dibattito sul punto, il che esula del tutto dagli scopi di questo intervento, mi sia consentito rinviare a *Moneta e istituzioni monetarie*, a c. di C. GIANNINI e G. B. PITTALUGA, Milano, 2001; di quella raccolta di saggi, si veda in particolare B. KLEIN, *L'offerta concorrenziale di moneta*, pagg. 87 segg. La natura fiduciaria della moneta è stata richiamata anche nel paper *Virtual Currency Schemes* della BCE (Ottobre 2012).

Interessante riportare anche un'opinione di natura diversa, quella di G. INGHAM, *La natura della moneta*, Roma, 2016, in particolare a pagg. 33 segg., ove si afferma che la moneta statale viene creata a partire dalla promessa per lo Stato di accettarla in pagamento delle tasse. Le considerazioni dell'A. si basano su un approccio (anche) sociologico al problema della natura della moneta.

⁵ v. B. KLEIN, *op. loc. cit.*; M. FRIEDMAN e A. SCHWARTZ, *Del ruolo dello Stato nelle questioni monetarie*, in *Moneta e istituzioni monetarie*, cit., pagg. 117 segg.

emissione di moneta sembra ancora relativamente solido, più di un segnale testimonia un crisi che alcuni vedono oramai irreversibile⁶.

D'altro canto, va evidenziato che il dualismo moneta statale – moneta bancaria (con quest'ultima che si configura in effetti come una moneta privata) viene ulteriormente reso attuale proprio dal superamento – cui facevo sopra cenno – del concetto di moneta legale come sinonimo di moneta emessa dallo Stato e, per esso, dalla banca centrale. Se infatti le precedenti teorie che attribuivano alla moneta bancaria il ruolo di prestazione in luogo di adempimento sono oramai venute definitivamente meno⁷ e dunque la moneta bancaria non è altro che una forma trasmissiva di moneta del tutto analoga ed equivalente alla moneta statale, non ha più senso parlare del monopolio pubblico della moneta come di un paradigma assoluto. Non va dimenticata, in proposito, l'istituzionalizzazione funzionale della moneta scritturale (e di quella elettronica) operata dal d. lgs. 27.1.10 n.11, che ha recepito la Dir. 2007/64/CE (c.d. PSD, Payment Services Directive), e dunque ha definitivamente chiuso il dibattito sul valore solutorio della moneta scritturale.

In questo senso, possiamo dire di trovarci oggi di fronte ad un (quasi) perfetto *level playing field*: i prestatori di moneta (*rectius*, di servizi di circolazione monetaria) sono sostanzialmente posti sullo stesso piano, attuando così un meccanismo concorrenziale nel quale il ruolo pubblico diviene in sostanza quello di regolatore dell'offerta di moneta, piuttosto che di “produttore” (uso un termine caro al mio Maestro).

Ma non basta. La conseguenza del progressivo slittamento verso uno stato di concorrenzialità nella produzione e circolazione di

⁶ ad esempio S. ORTINO in *La struttura delle rivoluzioni economiche*, Bari, 2010, pagg. 491 segg., segnala come la crisi sia dovuta a tre fattori concatenati: quello più risalente è la circolazione della moneta cartacea e la conseguente concorrenza delle banche rispetto alla potestà statale di conio; il secondo è l'indipendenza delle banche centrali dal potere politico-amministrativo; il terzo è l'affermarsi di una società nella quale altri mezzi di adempimento delle obbligazioni pecuniarie sembrano destinati a soppiantare la moneta come attualmente la si intende. Significativamente, l'A. afferma che “*tutto ciò potrebbe essere seguito nel futuro (prossimo o lontano), da una ulteriore fase in cui si passerebbe tout court dalla moneta libera e dalla moneta megabyte alla non moneta, a uno strumento cioè di scambio di natura cibernetica*” (pag. 494)

⁷ G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, cit. pagg. 87 segg.

moneta si accompagna di pari passo con la sua progressiva dematerializzazione. Il fenomeno nasce in tempi certamente non recenti (la moneta scritturale è, evidentemente, moneta dematerializzata, in quanto all'essenza fisica di monete metalliche e banconote si è sostituita l'annotazione) ma il fattore decisivo è stato senza dubbio l'entrata in una nuova fase del fenomeno della globalizzazione, che oggi si estrinseca soprattutto in termini di agevolazione degli interscambi economici tra consumatori ed imprese⁸. È sin troppo evidente che la fisicità della moneta sarebbe di fatto incompatibile con la possibilità di trasmetterla da un luogo all'altro senza la contemporanea presenza del datore e del percipiente; d'altro canto, anche i mezzi di trasmissione di moneta scritturale conoscono dei limiti, proprio in rapporto ai quali è stata regolamentata la moneta elettronica⁹, che dunque si sta a propria volta affermando come forma più diffusiva di moneta dematerializzata.

Per la verità, la moneta scritturale appare (allo stato) ancora predominante in tutti i casi in cui si tratti di estinguere obbligazioni di importo rilevante¹⁰, perché la moneta elettronica è, quantomeno in generale, stata concepita per permettere l'adempimento di

⁸ v. V. CODELUPPI, *La globalizzazione come fenomeno culturale ed economico*, in AA.VV., *Diritto ed economia del mercato*, a c. G. LEMME, Padova, 2014, pagg. 5 segg.. Il fatto che vi sia stato un tentativo esplicito di agevolare gli scambi internazionali non solo a livello di transazioni economiche e finanziarie di rilevante importo, ma anche di interazioni di piccolo consumo, è ormai un fatto talmente scontato che, ritengo, non ha necessità di dimostrazioni specifiche, che oltretutto esulerebbero dagli scopi di questo saggio. Mi limito a richiamare, per una critica a questa impostazione, il fondamentale scritto di J. E. STIGLITZ, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, 2002

⁹ in *Moneta scritturale e moneta elettronica*, cit., pagg. 155 segg., avevo sottolineato come prima l'Istituto Monetario Europeo (IME) poi la BCE, avessero individuato nella moneta elettronica uno strumento specifico per agevolare gli scambi di importo modesto.

¹⁰ anche in questo caso, si tratta di un dato acquisito, derivante da motivi pratici (i rischi connessi alla trasmissione di moneta contante per importi molto rilevanti) prima ancora che giuridici (l'esistenza di un limite legale all'uso del contante ai sensi della legge 5.7.91 n. 197). Sul punto, v. per tutti A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, pagg.23 segg.

obbligazioni in genere di piccolo importo¹¹ e per limitare i rischi connessi alle transazioni di *e-commerce* via Internet, in genere anch'esse di importo medio-basso¹². Non vi è dubbio, tuttavia, che il continuo progresso tecnologico contribuirà, in un futuro prossimo, a favorire la definitiva trasformazione dei mezzi di circolazione monetaria, sempre più privi di substrato materiale e sempre più centrati sull'elettronica¹³.

2. *Free money e monete virtuali*

L'idea della moneta privata è stata sinora legata essenzialmente alla presenza del sistema bancario, che come sopra si riferiva svolge un ruolo concorrenziale rispetto allo Stato nella gestione della politica monetaria. Tuttavia, la concorrenza è in questo caso tutt'altro che perfetta: la banca centrale, ossia il soggetto che vigila sul sistema bancario in gran parte dei Paesi ad economia capitalistica¹⁴ ha in realtà natura di soggetto di diritto pubblico, sia pure con diverse sfumature nei vari Paesi¹⁵.

¹¹ non è inutile ricordare che una delle prime carte c.d. ricaricabili, la Proton, fu lanciata con una campagna pubblicitaria che ne consigliava l'uso per pagare il pane dal fornaio

¹² il quinto considerando della Direttiva 2000/46/CE (Direttiva IMEL) faceva esplicito riferimento al commercio elettronico, mentre la Direttiva 2009/110/CE (Direttiva IMEL2) indica i consumatori come destinatari principali della nuova normativa

¹³ tra i tanti progetti già implementati o allo studio basti citare quelli basati sul telefono cellulare come Apple Pay, le carte di credito *contactless*, fino a recenti e futuribili (ma anche già tecnicamente possibili) impianti di microchip nel corpo umano per consentire pagamenti in via elettronica senza l'uso di alcun dispositivo esterno.

¹⁴ vistosa eccezione è il Giappone, ove la vigilanza sul sistema bancario è affidata ad un'agenzia governativa, la FSA (Financial Services Authority); v. G. LEMME, *Il sistema bancario giapponese: spunti comparatistici*, in Banca, borsa e tit. cred., 2011, pagg. 520 segg.

¹⁵ sulla natura pubblicistica della Banca d'Italia v. P. FERRO-LUZZI, *Cos'è la Banca d'Italia?*, in Banca, borsa e tit. cred., 2007, pagg. 364 segg.. La BCE, in base al trattato FUE (art. 282) ha personalità giuridica di diritto internazionale, e quale istituzione della UE ha certamente natura pubblicistica, sia pur indipendente dai governi dei Paesi membri. Del resto, il "modello" delle banche centrali, ossia la Bank of England, ha natura di *public sector institution* (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/foi/disc091106.aspx>).

Ne consegue che, in realtà, allo stato attuale gli Stati sono in grado di determinare o quantomeno di indirizzare la politica monetaria, pur dovendo interagire con soggetti privati quali le banche.

Tuttavia, la realtà di una moneta controllata direttamente o indirettamente dallo Stato non è, ed in verità non è mai stata, l'unica opzione. Gli economisti hanno infatti distinto una serie possibile di situazioni nelle quali si possono distinguere:

- a. monete nazionali;
- b. monete adottate (come nel caso del Montenegro per l'euro);
- c. monete parallele (come nel caso delle valute nazionali nel periodo transitorio 1999-2002 rispetto all'euro, ma anche come nel caso del Laos, nel quale circolano sia la valuta nazionale, il kip, che il baht thailandese ed il dollaro americano);
- d. monete del mercato nero (non ufficialmente ammesse, ma circolanti di fatto in base a tassi di cambio diversi dall'ufficiale, come il dollaro USA in Argentina);
- e. monete alternative (accettate nell'ambito di un particolare contesto e/o comunità, come il Totnes pound, il Brixton pound e le criptovalute)¹⁶.

È anche interessante notare come nell'ambito delle moneta alternative (che costituiscono il punto di interesse focale di questo saggio) possano ulteriormente distinguersi monete ad utilità intrinseca, di tipo token o digitali.

Le prime si andarono diffondendo in contesti particolari, come nel caso delle sigarette in contesti carcerari e durante la Seconda Guerra Mondiale¹⁷, ma sono tuttora diffuse in alcuni Paesi africani, dove le ricariche per telefono cellulare vengono scambiate ed usate come moneta¹⁸.

Il consenso tra gli economisti sul controllo pubblico sulla politica monetaria è del resto unanime: per tutti, v. B. KLEIN, *The competitive supply of money*, in *Journal of money, credit and banking*, 1974, specie a pag. 423 ove si afferma che “*few areas of economic activity can claim as long and unanimous a record of agreement on the appropriateness of governmental intervention as the supply of money*”.

¹⁶ G. HILEMAN, *A history of alternative currencies*, London, 2014, pag. 8

¹⁷ R. A. RADFORD, *The economic organisation of a POW camp*, in *Economica*, 1945, pagg. 189 segg.

¹⁸ *Airtime is money: the use of pre-paid mobile-phone minutes as a currency*, in *The Economist*, 19.1.2013. In Kenya, un particolare servizio, MPESA, consente

La moneta di tipo token (gettone) prende il nome dai British tokens, gettoni metallici (in genere di rame) che vennero conati in Gran Bretagna per far fronte alla carenza di monete circolanti di piccolo taglio¹⁹. La pratica si diffuse in altri contesti, e sostanzialmente si andò esaurendo gradualmente solo alla fine del XIX secolo. Peraltro, ci sono almeno due sviluppi più moderni della moneta token. Il primo è il cosiddetto Depression Scrip, una sorta di titolo di credito che circolò durante la Grande Depressione degli anni '30 per far fronte alla riduzione drastica della liquidità circolante²⁰. Il secondo è rappresentato dai c.d. mini assegni, che circolarono in Italia negli anni '70 del secolo scorso a fronte della drastica riduzione della massa circolante di monete da 50 e 100 lire²¹. Oggi vi sono alcuni esempi di monete token in tutto il mondo, ma particolarmente in Gran Bretagna, ove l'esempio più noto è quello del Brixton pound, moneta complementare che circola nell'ambito della comunità di Brixton, nel sud est di Londra (zona nota per la vivacità culturale e per la composizione multi-etnica della popolazione, con significativa e risalente presenza di immigrati delle Indie Occidentali). Altro esempio, sempre inglese, è quello del Totnes pound, diffuso nella località di Totnes nel Devon²².

Il fenomeno di gran lungo più rilevante è però quello delle monete virtuali di tipo digitale.

L'idea, cui sopra accennavo, che il progressivo avanzare della globalizzazione (indissolubilmente legato al diffondersi

l'acquisto di beni e servizi attraverso il credito del cellulare, e questo spiega in parte il diffondersi di questo particolare tipo di moneta ad utilità intrinseca.

¹⁹ http://www.thecoppercorner.com/history/18thC_hist.html.

²⁰ J. W.C. HARPER, *Scrip and other forms of local money*, Chicago, 1948

²¹ è ironico che questo tipo di moneta token andò a sostituire l'altro mezzo di emergenza usato per far fronte alla scarsità di moneta, ossia il gettone telefonico (diffuso, e chi scrive lo ricorda bene, accanto a "monete" ad utilità intrinseca, come i francobolli e persino le caramelle)

²² Le monete cartacee complementari di tipo locale, in Inghilterra, hanno in verità una storia molto risalente. Già nel 1832, infatti, Robert Owen introdusse i "buoni lavoro" come forma di retribuzione delle classi disagiate.

Oggi la moneta complementare locale in Inghilterra circola per alcune centinaia di migliaia di sterline: v. M. NAQVI e J. SOUTHGATE, *Banknotes, local currencies and central bank objectives*, disponibile su

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2013/qb1304prereleasebanknotes.pdf>. V. anche G. HILEMAN, *op. cit.*, pagg. 12 segg.

dell'infrastruttura di Internet) dovesse accompagnarsi alla nascita ed alla progressiva espansione del commercio elettronico indusse ben presto alcuni operatori ad immaginare forme di pagamento che consentissero di superare, tra le altre cose, i due problemi principali connessi a questa forma di economia: il timore di frodi informatiche ed il superamento degli aggravati di costo conseguenti al cambio valutario. Sin dai primi anni '90, dunque un esperto in crittografia, David Chaum, brevettò il sistema ecash, che ebbe vita breve (1995-1998), principalmente a causa della diffusione ancora poco capillare della Rete e del fatto che una sola banca, per di più di piccole dimensioni, accettò di convenzionarsi con ecash.

Il caso forse più clamoroso di moneta digitale, anche per le caratteristiche che ne contrassegnarono la nascita, è però certamente quello del Linden Dollar, creato per consentire la nascita di una vera e propria economia parallela nel MMORPG²³ Second Life.

L'ambizione di questa piattaforma era quella di creare una vera e propria realtà alternativa, in cui ciascun giocatore potesse svolgere attività analoghe o completamente differenti da quelle della vita reale, ma in un contesto più anonimo e dunque per certi versi più "appagante". Per conferire ulteriore realismo all'esperienza, il mondo virtuale di Second Life prevedeva la retribuzione delle attività degli utenti che potessero essere di interesse per altri giocatori, sotto forma di una particolare moneta denominata, appunto, Linden Dollar. Il Linden Dollar aveva la particolarità di non essere semplicemente usabile all'interno del gioco (come avviene normalmente nei giochi di ruolo) ma di poter essere convertito in moneta reale²⁴.

Nel successo almeno iniziale di Second Life (per la verità effimero) era sin troppo agevole, dal punto di vista sociologico, trovare i germi di quella che è in fondo una caratteristica delle monete complementari: il porsi al di fuori degli schemi di regolazione

²³ Massive Multi-player Online Role Playing Game

²⁴ Le peculiarità di Second Life e del Linden Dollar hanno appassionato sociologi ed economisti. In lingua italiana, rimane fondamentale il saggio di G. MACARIO, *Il passato, presente e futuro del mondo virtuale Second Life*, Roma, 2014. Per una prospettiva economica v. M. A. KAPLAN e M. HANLEIN, *Consumer use and business potential of virtual worlds: the case of Second Life*, in *International Journal of Media Management*, 2009

tradizionali e centralizzati, e di avere così una matrice “anarchica” che contribuisce al suo diffondersi, anche in chiave antisistema²⁵.

3. Bitcoin e le criptovalute

È comunque con Bitcoin che la moneta complementare di tipo digitale raggiunge l’espressione sin qui più compiuta, più aperta, più decisamente simile alla vera e propria moneta²⁶.

La nascita di Bitcoin è stata – volutamente – tenuta avvolta in un’aura misteriosa e quasi mitica: un programmatore che si celava sotto lo pseudonimo *Japanese sounding* Satoshi Nakamoto²⁷ nel 2009 avrebbe creato l’algoritmo di funzionamento di questa criptovaluta. Funzionamento estremamente complesso, basato però su un dato fondamentale: la creazione stessa della moneta è fenomeno condiviso dalla comunità, in quanto “fabbricare” Bitcoin significa al tempo stesso contribuire alla sicurezza del sistema. Non solo: non vi è nessun ente o soggetto centrale che controlla l’emissione, che quindi è basata su un meccanismo *peer to peer* puro, in cui ciascun utente ha diritti pari a quelli degli altri. In mancanza di un soggetto singolo con diritti di gestione della moneta, è dunque il solo algoritmo di creazione che ne definisce le caratteristiche ed i limiti di emissione²⁸.

²⁵ sono numerosi i casi di monete complementari nate per motivi più o meno dichiaratamente politici, come nel caso del lombard in Lombardia

²⁶ G. HILEMAN, *op. cit.*, pagg.15 segg., distingue tra “money” e “currency”: la prima sarebbe la moneta in senso lato, in tutte le sue funzioni, mentre la seconda sarebbe mezzo di scambio. Sotto questo profilo, potremo sin d’ora anticipare che Bitcoin è più “currency” che “money”. Sul punto, in una chiave di lettura filosofica, v. M. G. TURI, *La distinzione fra moneta e denaro*, Roma, 2009. L’A. nota, anche con esempi lessicali, che in effetti la moneta non può essere usata come sinonimo di denaro, ma nota un’ambiguità del termine *money* nella lingua inglese, che viceversa, come abbiamo appena visto, gli economisti moderni tendono a superare.

²⁷ come è noto, recentemente un imprenditore australiano, Craig Wright, ha rivelato di essere l’inventore di Bitcoin. La reazione incredula quando non decisamente ostile di parte della comunità virtuale all’annuncio è una tangibile testimonianza della natura “anarchica” sottesa al successo di questa moneta.

²⁸ la letteratura scientifica su Bitcoin è oramai ampia; per quanto concerne gli aspetti giuridici, il testo più completo è probabilmente AA.VV., *The law of Bitcoin*, Bloomington, 2015, ma non mancano testi in lingua italiana, tra i quali segnaliamo: S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e Bitcoin. Un’analisi giuridica*, Milano, 2015; M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in AGE – Anal. Giur. Economia, 1/2015, pagg.

Tra gli aspetti sostanziali di Bitcoin vi è dunque l'assenza di un soggetto intermediario nella trasmissione di moneta. L'intermediazione (sia quella svolta dalla Banca Centrale, che garantisce che l'emissione di moneta avvenga nell'ambito delle regole stabilite dallo Stato, sia quella delle banche, nel caso di moneta scritturale) è volta sia a consentire la circolazione, sia a garantire che la moneta non venga duplicata, nel senso che la sua trasmissione si accompagni ad una diminuzione della disponibilità materiale del pagante²⁹. Con Bitcoin, il particolare meccanismo garantisce che, nella normalità dei casi, la duplicazione sia di fatto impossibile³⁰. Questo ovviamente non fa che rafforzarne la natura in certo senso solidaristica, oltre che "anarchica", nel senso sopra spiegato.

Ciò posto, il problema diviene quello di accertare la natura giuridica di Bitcoin (ed in generale di tutte le criptomonete, delle quali Bitcoin, come dicevo, è l'esempio più noto e più diffuso).

Sul punto, dobbiamo partire dalla posizione ufficialmente espressa dalla BCE³¹. La Banca Centrale Europea ha dedotto infatti che le monete virtuali, in quanto prive di un apparato normativo che ne stabilisca la funzione di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, non sarebbero moneta. O meglio: lo sarebbero, ma solo nel senso di moneta contrattuale, valida dunque nei meccanismi di scambio in quanto vi sia un accordo tra le parti³². Le monete virtuali, continua la Banca, non sarebbero dunque soggette ai meccanismi normativi previsti dalla PSD.

Le conclusioni sono dunque che *"As a result, analysis from the economic and legal perspectives leads to the conclusion that virtual currencies should not be bundled into the generic words of money or currency, even though their technical appearance takes a form which has some similarities to scriptural money and/or electronic money"*.

117 segg.; R. SCALCIONE, *Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di schemi di monete virtuali*, ivi, pagg. 139 segg.

²⁹ S. HOEGNER, *What is Bitcoin?* In AA.VV., *The law of Bitcoin*, cit.

³⁰ parlo di "normalità dei casi" in quanto, disponendo di una potenza di calcolo superiore al 50% di quella usata nella generazione di Bitcoin, si potrebbe in teoria duplicare la moneta cancellando le transazioni precedenti; di fatto, è allo stato inipotizzabile che un singolo soggetto o più soggetti organizzati possano disporre di una tale potenza di calcolo.

³¹ in *Virtual currency schemes – a further analysis*, Febbraio 2015

³² *id.*, pag. 24

Ora, partendo proprio da quest'ultimo punto, va a mio avviso precisato che la BCE mantiene una posizione estremamente conservatrice sull'uso del termine moneta; lo stesso rapporto ora citato, ad esempio, afferma che “*scriptural money, or bank money, in euro and electronic money (e-money) in euro are not legal tender. Nevertheless, these forms of money are widely accepted for all kinds of payments by choice*”. Come ho già detto, riconoscere valore di moneta legale alla sola moneta fisica appare oggi un concetto fondamentalmente superato, in quanto la moneta bancaria e quella elettronica, a seconda del contesto, hanno valore di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie assolutamente analogo a quello della moneta fisica.

Ciò posto, le conclusioni cui giunge la BCE sono a mio avviso fondamentalmente condivisibili, in quanto Bitcoin, e con esso tutte le monete virtuali, non facendo riferimento ad un sistema normativo specifico stabilito da una autorità centrale, non possono assolvere funzione di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie se non, al limite, in base al meccanismo previsto dall'art. 1278 c.c.

Il problema, peraltro, diviene quello di stabilire entro che misura Bitcoin possa assolvere la funzione di estinzione di obbligazioni pecuniarie in determinate circostanze. La sin troppo facile (ed immediata) risposta (assunta anche dalla BCE nel citato rapporto) è che tale funzione è limitata al solo contesto in cui, previo accordo delle parti, Bitcoin venga accettata in pagamento. Peraltro, occorre anche sottolineare che ammettere il valore solutorio in questi termini sposta il problema in gran parte dal livello qualitativo a quello quantitativo; detto altrimenti, se Bitcoin o un'altra criptomoneta divenissero *de facto* sufficientemente diffuse, potrebbero ad un certo punto assumere una funzione monetaria in senso stretto³³. Ciò non

³³ sin da tempo risalente i giuristi hanno sottolineato la possibilità di una definizione “espansiva” della moneta; nota, in proposito, è la teoria di H. OLIPHANT, *The theory of money in the law of commercial instruments*, in *Yale Law Journal*, 1920, pagg. 606 segg.

Va sottolineato che, sotto questo profilo, le criptomonete hanno maggior attitudine rispetto alle monete complementari di assumere funzione monetaria vera e propria, a causa della espansività potenziale della loro diffusione rispetto alla circoscritta valenza territoriale delle seconde; v. M. MANCINI, *op. cit.*, pagg. 124 segg.

significherebbe comunque, si badi bene, che Bitcoin allo stato potrebbe assumere la funzione di moneta legale; perché ciò avvenisse, occorrerebbe che un determinato contesto normativo ne definisse la legge di circolazione, il che allo stato appare contraddetto dallo stesso meccanismo “anarchico” al quale più volte ho fatto cenno³⁴.

Un significativo passo nel senso di riconoscere il valore di Bitcoin come moneta è stato tuttavia compiuto dalla Corte di Giustizia UE, con la sentenza 22.10.15 (in causa C-264/14, Skatteverket c/ David Hedqvist). La Corte ha infatti stabilito, proprio con riferimento a Bitcoin, che “*le operazioni relative a valute non tradizionali, vale a dire diverse dalle monete con valore liberatorio in uno o più paesi, costituiscono operazioni finanziarie, in quanto tali valute siano state accettate dalle parti di una transazione quale mezzo di pagamento alternativo ai mezzi di pagamento legali e non abbiano altre finalità oltre a quella di un mezzo di pagamento*”.

Nella sentenza, di fatto, l’operazione di cambio da Bitcoin a moneta legale è stata riconosciuta alla stregua di una operazione finanziaria di cambio tradizionale (del tipo che il mio Maestro Paolo Ferro-Luzzi riconduceva allo schema tipico “denaro-denaro”). Sebbene questo non comporti il venir meno della mancata riconducibilità di Bitcoin alla moneta legale in senso stretto, nondimeno il significato è quello di un passo avanti verso l’equiparazione piena alla moneta in senso lato.

Va poi notato che la stessa BCE ha fatto leva sull’argomento dell’impatto diffusivo nel cambiare la definizione di moneta virtuale rispetto al precedente rapporto (uscito nell’ottobre 2012). Infatti, sottolinea la Banca, “*it was considered necessary to amend the definition of virtual currency used in 2012 on several aspects. First, it should no longer contain the word “money”, since it has become clear that, even today, virtual currencies do not have the nature of a highly liquid asset and have not reached the level of acceptance commonly associated with money*”. La definizione adottata nel 2015 è dunque “*a digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which, in some circumstances, can be used as an alternative to money*”.

³⁴ Come è stato notato (R. SCALCIONE, *op. cit.*, pag. 143) la nuova formulazione dell’art. 126 *octies* del TULB, che rimanda all’accordo delle parti la valuta di pagamento, si applica alle sole valute europee, in quanto la norma recepisce direttive comunitarie. A mio avviso, peraltro, la stessa norma, una volta entrata a far parte dell’ordinamento nazionale, potrebbe essere suscettibile di interpretazione estensiva; rimane l’ostacolo, cui più volte ho fatto cenno, della possibile definizione di Bitcoin come “valuta” in senso generale.

Non mancano, a questo proposito, esempi di Paesi nei quali si sta andando nella direzione di una piena parificazione di Bitcoin alla moneta legale. In Giappone, il 22.5.2016 la Dieta ha approvato una legge che regola il pagamento in valute virtuali³⁵ mentre negli Stati Uniti è recentissimo il caso di una pronuncia giudiziaria in base alla quale Bitcoin è moneta, e non una *commodity*³⁶.

In effetti, il timore principale delle autorità centrali è quello che la diffusione non regolata di Bitcoin possa minare alla base gli strumenti di controllo delle politiche monetarie³⁷. Di contro, nel Regno Unito, Paese nel quale l'attenzione verso le criptomonete è crescente grazie al ruolo di Londra quale capitale finanziaria, si sottolinea come l'intrinseca limitazione dell'ammontare di Bitcoin che possono essere creati³⁸ possa consentire una predizione accurata della massa monetaria circolante e limitare l'inflazione³⁹.

Il quadro, dunque, è estremamente variegato e complesso. Certamente i governi e le banche centrali si rendono conto delle potenzialità (sinora in gran parte rimaste a livello embrionale) delle criptomonete e di Bitcoin, ed hanno in prevalenza agito su di un piano preventivo. Allo stato, quantomeno su un piano quantitativo, non sembra che Bitcoin possa incidere in maniera significativa sulle politiche monetarie, quantomeno nell'immediato futuro.

Quanto al tema da cui sono partito, ossia la natura (monetaria o meno) delle criptomonete, ritengo possa farsi un ragionamento analogo: la base "consensuale" di circolazione è attualmente troppo ridotta perché si possa parlare quantomeno di equivalenza alla moneta legale; la stessa natura limitata della creazione di Bitcoin ne favorisce il confinamento entro ambiti circoscritti. Il sasso, però, è stato gettato nello stagno; non è detto che, in futuro, non si possano creare altre valute virtuali le cui caratteristiche (e il cui successo) consentano un affiancamento o addirittura una sostituzione alla moneta legale

³⁵ <http://www.japantimes.co.jp/news/2016/05/25/business/diet-oks-bill-regulate-virtual-currency-exchanges/>

³⁶ <http://www.reuters.com/article/us-jpmorgan-cyber-Bitcoin-idUSKCN11P2DE>

³⁷ R. SCALCIONE, *op. cit.*, pagg. 139 segg.

³⁸ tale numero, in base alle caratteristiche del protocollo informatico di creazione, non può essere superiore a 21 milioni circa

³⁹ HM Treasury, *Digital currency: response to the call for information*, Marzo 2015, pag. 17

“tradizionale”. Ma su questo punto ritorneremo alla fine del presente scritto.

4. *Bitcoin e le tre funzioni della moneta: analisi comparativa*

Ciò nonostante, l'inarrestabile popolarità e diffusione di Bitcoin ha fatto comunque sì che in ambito accademico sorgesse un vivace dibattito intorno alla possibile futura sostituzione della moneta legale con quella virtuale in generale, e con Bitcoin in particolare, dibattito al quale il presente scritto si propone di contribuire tentando di rispondere in senso induttivo, ovvero partendo dallo specifico studio analitico prima delle caratteristiche intrinseche della valuta Bitcoin, dalla sua nascita fino al 2016, per rispondere al seguente quesito: può davvero Bitcoin funzionare alla stregua di dollaro, euro o yen assumendo a sostituto per le valute standard?

Nella letteratura corrente è possibile individuare due principali e contrastanti correnti di pensiero sulla capacità o meno da parte di Bitcoin di assolvere le tre principali funzioni della moneta quale mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore⁴⁰. Da una parte c'è infatti chi ritiene Bitcoin una forma di investimento speculativo più che una moneta vera e propria⁴¹, dall'altra parte c'è chi invece considera Bitcoin una moneta virtuale globale con un enorme potenziale quale futuro sostituto delle valute standard⁴². Tale

⁴⁰ Mankiw, N.G. (2007). *Macroeconomics* (6th ed.). New York: Worth Publishers.

⁴¹ Velde, F.R. (2013). "Bitcoin: a primer." Chicago Fed Letters No. 317, The Federal Reserve Bank of Chicago. Hanley, B.P. (2014). "The False Premises and Promises of Bitcoin.", Cornell University Library. Yermack, D. (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747, National Bureau of Economic Research. Williams, M.T. (2014). "Virtual Currencies – Bitcoin Risk." Paper presented at the World Bank Conference, Washington, D.C. October 21, 2014.

⁴² Plassaras, N.A. (2013). "Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF." *Chicago Journal of International Law* 14(1): 377-407; Satran, S. (2013). "How Did Bitcoin Become a Real Currency?" U.S. News & World Report, Luther W.J. and L.H. White (2014). "Can Bitcoin Become a Major Currency?" GMU Working Paper in Economics No. 14-17, George Mason University. Folkinshteyn, D., M. Lennon and T. Reilly (2015). "The Bitcoin Mirage: An Oasis of Financial Remittance." *Journal of Strategic and International Studies* 10: 118-124.

divergenza di vedute sul piano teorico si reitera – come si è visto - anche sul piano giuridico, laddove si è ben lontani dal raggiungimento di una comune intesa a livello internazionale su quale sia lo status giuridico da attribuire a Bitcoin. Ogni paese inquadra Bitcoin nel proprio ordinamento in modo differente e norme e regolamenti in materia sono in continua evoluzione.

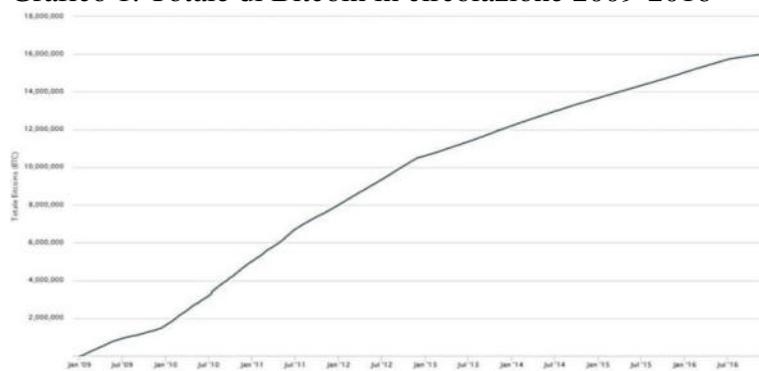
Proprio siffatto contesto d'incertezza suggerisce l'utilizzo del metodo induttivo per districarsi nell'arduo compito di delineare il futuro di Bitcoin. In mancanza di presupposti univoci dai quali partire per trarre le opportune conclusioni è bene rivolgere in primis l'attenzione agli elementi peculiari immediatamente evidenti di Bitcoin per identificare le caratteristiche che potrebbero favorirne e sfavorirne l'uso quale futura moneta globale in relazione alle tre funzioni della moneta pocanzi menzionate operando un'analisi comparativa con le valute tradizionali.

4.1. *Informazioni preliminari*

Come in precedenza accennato, Bitcoin è stata la prima valuta virtuale open source, controllata e generata sfruttando i principi base della crittografia attraverso l'algoritmo di un software libero, ovvero non protetto da copyright e liberamente modificabile dagli utenti, progettato per implementare il protocollo di comunicazione e la rete peer-to-peer che ne consente lo scambio grazie a un database distribuito tra i nodi della rete internet globale che tengono traccia di tutte le transazioni e le verificano. Ne consegue che la prima caratteristica distintiva di Bitcoin rispetto alle valute fiat standard è che la quantità di unità in circolazione non è controllata da un ente centrale ma da un algoritmo software. Le unità vengono infatti create mediante un processo di c.d. *data mining*, in cui i partecipanti alla rete, ovvero gli utenti, forniscono la loro potenza di calcolo, verificano e registrano le transazioni in un registro pubblico chiamato Blockchain e per questo ricevono in cambio le nuove unità appena coniate e le cd. *transaction fees*. La quantità di valuta in circolazione è limitata a priori ed è dunque perfettamente prevedibile da tutti gli utenti: il numero totale di Bitcoin tende asintoticamente al limite di 21 milioni e la disponibilità di nuove unità aumenta in serie geometrica ogni 4 anni; ciò implica che lo stock aumenta ad un tasso decrescente

per cui se nel 2013 è stata generata metà delle unità in totale disponibili, nel 2017 saranno generati i tre quarti delle unità in totale disponibili. Secondo l'algoritmo corrente quando la quantità massima di unità in circolazione raggiungerà 21 milioni, con tutta probabilità intorno al 2140, il tasso di crescita convergerà a zero.

Grafico 1. Totale di Bitcoin in circolazione 2009-2016⁴³



Bitcoin non ha alcun supporto fisico, può essere memorizzata in portafogli installati localmente mediante apposito software su dispositivi elettronici (ad esempio pc, smartphone, tablet etc..) o in portafogli online la cui gestione è demandata a specifici portali che offrono questo tipo di servizio⁴⁴. Gli utenti interagiscono gli uni con gli altri in modo diretto e in forma anonima, senza l'intervento di alcun intermediario. Attualmente, è possibile acquisire Bitcoin scambiandoli con valuta standard su una borsa Bitcoin o da un rivenditore Bitcoin, ottenendoli all'esito di una transazione per la vendita di beni o servizi, prendendo direttamente parte al processo di data *mining* brevemente descritto⁴⁵. Il numero di operatori disponibili ad accettare Bitcoin come mezzo di pagamento è in costante crescita e questo è chiaramente un dato positivo per la diffusione della valuta

⁴³ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

⁴⁴ Brito, J. and A. Castillo (2013). "Bitcoin: A Primer for Policymakers." Mercatus Center, George Mason University. CoinDesk (2015b). "What is Bitcoin?" CoinDesk 20 March 2015, CoinDesk (2015a).

⁴⁵ Plassaras, N.A. (2013). "Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF." Chicago Journal of International Law 14(1): 377-407. CoinDesk (2015c). "How Can I Buy Bitcoins?" CoinDesk 20 March 2015.

perché in mancanza di norme internazionali il fatto che le unità possano essere impiegate per acquistare beni e servizi richiede necessariamente che il rivenditore di tali beni e servizi le accetti come mezzo di pagamento.

4.2. *Bitcoin come mezzo di scambio*

Difatti, una delle principali funzioni di qualsiasi moneta è quella di fungere da mezzo di scambio ovvero da strumento di pagamento nella compravendita di beni e servizi e nelle altre transazioni commerciali. A tal proposito, è possibile rilevare come Bitcoin quale mezzo di scambio differisca in modo sostanziale dalle valute standard in positivo e in negativo almeno in riferimento ai seguenti aspetti: costi di transazione, anonimato e trasparenza, corso legale, costi fissi, esternalità di rete, risoluzione delle controversie e credito e riserva frazionaria.

4.2.1. *Costi di transazione*

Il vantaggio comparativo di Bitcoin quale mezzo di scambio rispetto alle valute standard risiede senz'altro nei costi di transazione notevolmente inferiori. Non essendoci un sistema centrale da remunerare, i costi di transazione di Bitcoin devono coprire solo i costi di mantenimento, o meglio di compensazione, del sistema di *mining*, e, non esistendo alcun supporto fisico, si alleggeriscono anche di tutte le voci relative al trasferimento delle valute standard quali stoccaggio, autenticazione, trasporto e sicurezza⁴⁶. Non stupisce dunque che in media i costi per una transazione in Bitcoin oscillino tra lo 0% e l'1% del valore della transazione stessa mentre quelli per una transazione in valuta standard arrivino a una percentuale dal 2% al 5%. L'assenza di sistema centrale e supporti fisici si traduce peraltro anche nella capacità in capo al sistema Bitcoin di processare ed eseguire le transazioni più velocemente dei sistemi di pagamento

⁴⁶ Šurda, P. (2012). "Economics of Bitcoin: is Bitcoin an alternative to fiat currencies and gold?" PhD Thesis, Vienna University of Economics and Business. EBA (2014). "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

tradizionali online, con una media compresa tra i 10 e i 60 minuti⁴⁷. Sotto questo aspetto, dunque, convenienza e velocità costituiscono senz'altro elementi a favore di Bitcoin rispetto alle valute standard.

Grafico 2. Costi di transazione su transazioni in Bitcoin 2009-2016⁴⁸

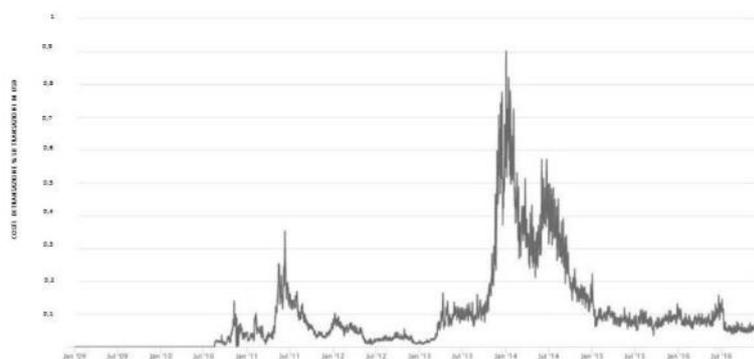


Grafico 3. Tempo medio per accettazione transazioni Bitcoin su Blockchain 2006-2016⁴⁹



⁴⁷ EBA (2014). "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority. EPRS (2014). "Bitcoin: Market, economics and regulation." Briefing 11/04/20014, European Parliamentary Research Service. Folkinshteyn, D., M. Lennon and T. Reilly (2015). "The Bitcoin Mirage: An Oasis of Financial Remittance." *Journal of Strategic and International Studies* 10: 118-124

⁴⁸ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>

⁴⁹ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>

4.2.2. Anonimato e trasparenza

Le transazioni in Bitcoin sono totalmente anonime, cioè non richiedono la condivisione di alcuna informazione personale per essere portate a compimento, e consentono trasferimenti a livello internazionale in assenza di supervisione mediante la tecnologia peer-to-peer che, unita alla crittografia, rende estremamente difficile intercettare il punto di partenza e il punto di arrivo delle singole transazioni⁵⁰. A prescindere da quali fossero le reali intenzioni dei suoi creatori, è inutile negare quanto bene Bitcoin si presti ad operare come mezzo di scambio nel campo delle attività illegali e criminali (ad esempio riciclaggio, traffico di armi e narcotici, evasione fiscale). Non a caso la metà di tutte le transazioni finora eseguite in Bitcoin è riconducibile a Silk Road, il famigerato sito di commercio elettronico per la vendita illegale di armi e sostanze stupefacenti che funzionava attraverso i servizi nascosti del software di anonimato Tor adoperando per l'appunto Bitcoin come strumento di pagamento e che è stato definitivamente chiuso dall'FBI nel 2014⁵¹. Proprio per la riservatezza che è in grado di offrire agli utenti, Bitcoin risulta in crescita come mezzo di scambio anche nel settore del gioco d'azzardo online che vede in continuo aumento i siti di poker, bingo, scommesse e lotterie che scelgono Bitcoin quale strumento privilegiato.

D'altro canto è anche vero che la piattaforma Bitcoin è trasparente e pubblica, il che significa che chiunque è in grado di seguire in tempo reale la catena delle transazioni: tutti i pagamenti Bitcoin sono sì criptati ma hanno una storia tracciabile sulla Blockchain, ovvero sul registro pubblico che può essere liberamente visualizzato. Questo in sintesi significa che se un utente contravviene volontariamente o involontariamente all'anonimato condividendo con terzi informazioni in merito alla propria identità condivide in sostanza la chiave di lettura perché i terzi possano ricostruire l'intera storia delle transazioni

⁵⁰ Bryans, D. (2014). "Bitcoin and Money Laundering: *Mining* for an Effective Solution." *Indiana Law Journal* 89: 440-472. "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

⁵¹ Yermack, D. (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747, National Bureau of Economic Research. EBA (2014). "EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

Bitcoin effettuate dallo stesso utente sulla Blockchain. Tuttavia è possibile ovviare al problema prendendo le opportune precauzioni, ovvero utilizzando nuovi indirizzi per l'invio di pagamenti e per ogni pagamento ricevuto o avvalendosi degli appositi servizi di c.d. "Bitcoin mixer" per nascondere ogni traccia di collegamento utente/Bitcoin possedute/trasferite⁵². Per tali ragioni, anonimato e trasparenza costituiscono tratti peculiari che possono essere adottati come elementi ambivalenti sia a favore che a sfavore dell'uso di Bitcoin rispetto alle valute standard.

4.2.3. *Corso legale*

Una caratteristica distintiva di Bitcoin, come si è visto, è che non è una moneta a corso legale al contrario delle valute standard. Il suo uso come mezzo di scambio dipende esclusivamente dalla volontà degli attori del mercato che non sono legalmente vincolati ad accettarla come strumento di pagamento⁵³. Secondo alcuni⁵⁴, la diffusione di Bitcoin come mezzo globale di scambio sarebbe ostacolata proprio dalla concomitanza di tale limite soggettivo legato all'adesione su base volontaristica con il limite oggettivo legato alla difficoltà per i più di entrare in possesso di Bitcoin⁵⁵. In quest'ottica dunque il fatto che Bitcoin non sia una moneta a corso legale può in effetti costituire un elemento a sfavore dell'uso generalizzato a valere sulle valute standard.

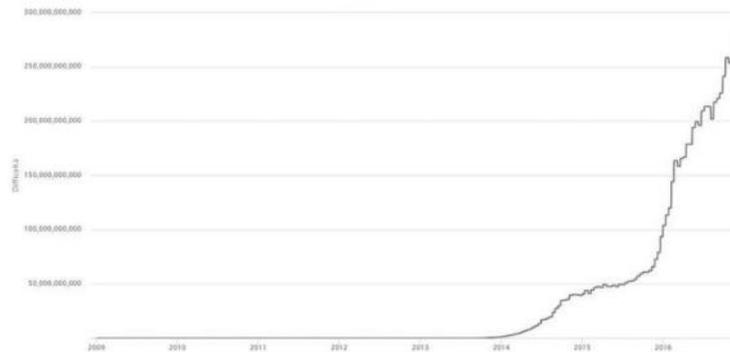
⁵² Crawford, D. (2014). "Four new ways to make Bitcoin payments anonymous." bestvpn.com 7 May 2014. Böhme, R., N. Christin, B. Edelman, and T. Moore (2015). "Bitcoin: Economics, Technology, and Governance." *Journal of Economic Perspectives* 29(2): 213–238. Bitcoinhelp (2014). "Using Bitcoin Anonymously." Bitcoinhelp.net 21 August 2014.

⁵³ EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

⁵⁴ Yermack, D. (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747.

⁵⁵ Che, ricordiamo, possono essere ottenuti solo mediante attività di *mining*, operazioni di scambio e transazioni online.

Grafico 4. Misura relativa di quanto sia difficile trovare un nuovo blocco e dunque creare Bitcoin in funzione della potenza *hash*⁵⁶ da implementarsi da parte degli estrattori 2009-2016⁵⁷



4.2.4. Costi fissi

Facendo ricorso a un concetto caro all'economia politica, con le dovute trasposizioni, è innegabile affermare che l'uso di una nuova moneta, come Bitcoin, rispetto all'uso di una valuta standard, richieda un forte investimento iniziale, soprattutto da parte degli utenti. Si fa in particolare riferimento ai costi cognitivi legati alla familiarizzazione con il sistema Bitcoin, che necessita di un livello relativamente elevato di conoscenze informatiche perché implica sia l'uso di dispositivi elettronici sia quello di software, piattaforme e applicativi specifici. Bitcoin si basa su un codice estremamente complesso, implementato da pochi programmatori, che supervisionano l'intero

⁵⁶ L'*hash* è una funzione non iniettiva (e quindi non invertibile) che mappa una stringa di lunghezza arbitraria in una stringa di lunghezza predefinita. A seconda dell'applicazione è possibile realizzare mediante algoritmo funzioni *hash* con specifiche proprietà. Per le applicazioni crittografiche la funzione *hash* deve in particolare possedere le seguenti proprietà:

resistenza alla preimmagine: ovvero a livello computazionale la ricerca di una stringa in input che dia un *hash* uguale a un dato *hash* deve risultare intrattabile; resistenza alla seconda preimmagine: ovvero a livello computazionale la ricerca di una stringa in input che dia un *hash* uguale a quello di una data stringa deve essere intrattabile; resistenza alle collisioni: ovvero a livello computazionale la ricerca di una coppia di stringhe in input che diano lo stesso deve essere intrattabile.

⁵⁷ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

sistema senza esserne comunque responsabili. Ciò rischia di costituire di per sé di per una barriera all'ingresso di potenziali utenti e dunque un vincolo alla diffusione su base globale della valuta⁵⁸. D'altra parte, la progressiva diffusione di Bitcoin potrebbe viceversa indurre sempre più persone ad affinare le proprie conoscenze informatiche creando curve di esperienza legate all'apprendimento e contribuire in generale alla divulgazione di tali competenze e conoscenze in senso generalista⁵⁹. Quindi se da un lato l'uso di Bitcoin come moneta globale rischia nel breve periodo di essere seriamente ostacolato dagli alti costi fissi legati alle necessarie conoscenze tecniche, dall'altro non si può escludere che nel lungo periodo tale ostacolo possa trasformarsi in elemento a favore di Bitcoin generando persino vantaggi aggiuntivi legati agli effetti derivanti dall'apprendimento conseguibile nell'ambito dell'uso stesso di Bitcoin.

4.2.5. *Esternalità/Economia di rete*

Gli incentivi per gli attori del mercato all'utilizzo di Bitcoin come mezzo di scambio dipendono in gran parte dal numero di utenti esistenti, ovvero dal numero di venditori e consumatori di beni e servizi che adoperano Bitcoin per le loro transazioni. I consumatori saranno meno inclini a procurarsi Bitcoin e dotarsi dei necessari strumenti se sono pochi i venditori/fornitori ad accettarli e i venditori/fornitori saranno meno inclini ad accettarli e a dotarsi dei necessari strumenti se sono pochi i consumatori a volerli adoperare nelle transazioni. Questa situazione di interdipendenza di utilità viene comunemente detta esternalità o economia di rete⁶⁰. Perché Bitcoin possa diventare una valuta globale di scambio il sistema deve superare

⁵⁸ Yermack, D. (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747. Velde, F.R. (2013). "Bitcoin: a primer." Chicago Fed Letters No. 317, The Federal Reserve Bank of Chicago.

⁵⁹ Berentsten, A. (1998). "Monetary Policy Implications of Digital Money." KYKLOS 89: 89-117 Hayes D.G., J.F.E. Gillespie, P.H. Daly, G. Grippo and P.J. Johnson (1996). An Introduction to Digital Money Issues, prepared for the United States Department of the Treasury Conference "Towards Digital Money and Banking: The Role of Governments", Washington.

⁶⁰ Gowrisankaran, G., Stavins, J.(1999). "Network externalities and technology adoption: lessons from electronic payments," Working Papers 99-5, Federal Reserve Bank of Boston.

l'impasse tipico dell'esternalità di rete: i consumatori devono convincersi a usarla e i venditori/fornitori ad accettarla come strumento di pagamento consueto e ordinario⁶¹. Alcuni sostengono che Bitcoin non riesca a diventare mezzo globale di scambio proprio a causa dell'esternalità di rete: il fatto che gli utenti siano per quanto in crescita comunque pochi fa sì che sia ancora un mezzo di scambio limitato, utilizzato per un numero di transazioni giornaliera insignificante a volerlo comparare ai 295 milioni di pagamenti giornalieri effettuati in valuta standard solo in Europa⁶². Secondo Blockchain, l'uso di Bitcoin cresce all'aumentare dei venditori che l'accettano come strumento di pagamento. Quindi la scarsa penetrazione di Bitcoin nell'attuale mercato delle transazioni a livello globale non deve necessariamente essere letta come impossibilità intrinseca per la valuta di diventare mezzo di scambio globale in futuro. Non bisogna dimenticare che Bitcoin è una moneta relativamente nuova, pertanto è normale che ci sia bisogno di tempo perché venga adottata in un più ampio contesto. È anche vero che al mondo esistono paesi con proprie valute standard, come le Fiji, il cui numero di transazioni giornaliero risulta a livello globale ancor più insignificante di quello di Bitcoin. Quindi se è vero che l'esternalità di rete nel breve periodo può inibire l'uso di Bitcoin come valuta standard globale è anche vero che nel lungo termine tale peculiarità potrebbe addirittura annullarsi col progressivo ampliarsi della base di utenti.

⁶¹ Berentsten, A. (1998). "Monetary Policy Implications of Digital Money." *KYKLOS* 89: 89-117. Plassaras, N.A. (2013). "Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF." *Chicago Journal of International Law* 14(1): 377-407

⁶² EBA Opinion on 'virtual currencies'. EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

Grafico 5. Numero totale di transazioni in Bitcoin 2009-2016⁶³

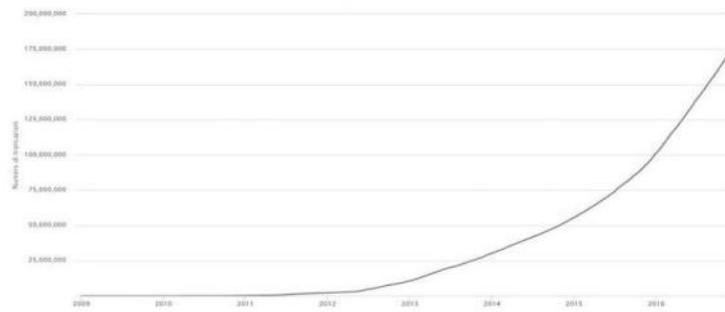


Grafico 6. Numero di transazioni giornaliere in Bitcoin 2009-2016⁶⁴

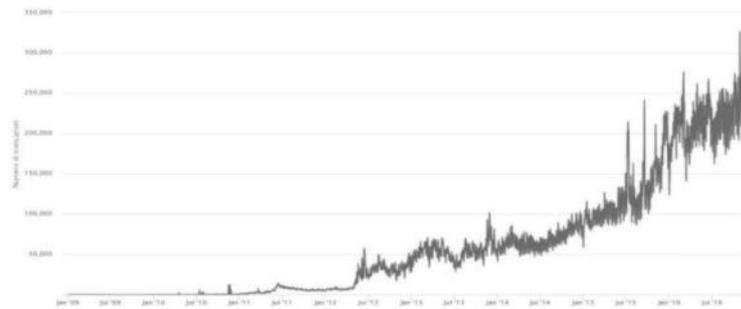
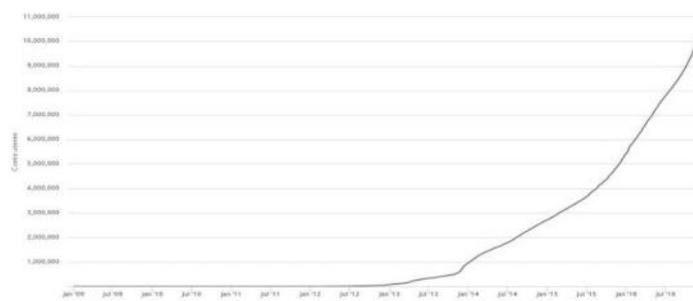


Grafico 7. Totale utenti portafogli Bitcoin 2009-2016⁶⁵



⁶³ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

⁶⁴ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

⁶⁵ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

4.2.6. *Risoluzione delle controversie*

Le transazioni in Bitcoin sono irreversibili e una volta eseguite non possono essere in alcun modo contestate. A causa dell'assenza di strumenti di risoluzione delle controversie a tutela delle parti, le transazioni commerciali in Bitcoin comportano pertanto sempre un certo livello di rischio a carico degli utenti seppure mitigato dall'immunità dal controllo statale e all'eventuale confisca da parte di un'autorità centrale. La correzione di una transazione errata, che si tratti di inadempimento di contratto o di frode, è possibile solo attraverso un accordo volontario delle parti coinvolte nello scambio⁶⁶. Quest'aspetto non può che avere un forte effetto sfavorevole sull'uso di Bitcoin rispetto a quello delle valute standard, in particolare a voler considerare la categoria degli operatori dei mercati finanziari avversi al rischio.

4.2.7. *Credito e riserva frazionaria*

Nell'analisi comparativa con le valute standard, un altro elemento peculiare a sfavore di Bitcoin è legato al fatto che il numero di Bitcoin in circolazione è noto e tutti i Bitcoin vivono all'interno della Blockchain. In sostanza non è possibile possedere Bitcoin al di fuori della Blockchain, si possono possedere solo indirizzi della Blockchain che danno il diritto a "spendere" o "ottenere" Bitcoin. Si può al limite distruggere un certo numero di Bitcoin inoltrandoli in indirizzi non più spendibili nella Blockchain. In nessun modo però è possibile creare un meccanismo di riserva frazionaria dentro la Blockchain. Gli unici che possono ottenere nuovi Bitcoin dal nulla sono i *miners*, ovvero gli estrattori che esercitano l'attività di *mining* ma possono farlo solo in maniera fissa e predicibile. Quindi un soggetto che voglia esercitare l'attività congiunta di raccolta di Bitcoin e concessione del credito in Bitcoin in realtà potrà prestare solo se avrà ottenuto l'intera chiave privata dal depositante e la sua autorizzazione e potrà prestare Bitcoin solo nella misura di quanti ne possiede. Nessun ente esterno potrà

⁶⁶ Böhme, R., N. Christin, B. Edelman, and T. Moore (2015). "Bitcoin: Economics, Technology, and Governance." *Journal of Economic Perspectives* 29(2): 213–238. EBA Opinion on 'virtual currencies'." EBA/Op/2014/08, European Banking Authority.

prestargliene qualcuno a tasso zero, creandoli dal nulla. I Bitcoin infatti sono unici e non possono essere duplicati, esistono solo come univoca informazione elettronica. Se non verranno operate modifiche all'attuale algoritmo⁶⁷, questo aspetto rischierà di limitare non poco gli orizzonti futuri della valuta anche perché la quota delle operazioni di prestito e acquisto a credito negli attuali mercati finanziari è piuttosto elevata e sempre crescente⁶⁸.

4.3. *Bitcoin come unità di conto*

Per assolvere la funzione di unità di conto al pari di qualsiasi altra valuta standard Bitcoin dovrebbe essere in grado di misurare il valore di scambio e di mercato di beni e servizi nonché di misurare il valore di tutte le transazioni economiche mediante la fissazione dei prezzi e la contabilizzazione dei debiti e dei crediti associati al passaggio di proprietà dei beni o dei servizi senza un contestuale regolamento in moneta. Nello specifico, a voler saggiare Bitcoin come unità di conto bisogna in particolare prendere in considerazione due aspetti per i quali la valuta virtuale si differenzia non poco dalle valute standard, ovvero divisibilità e volatilità di prezzo.

4.3.1. *Divisibilità*

Bitcoin si caratterizza per la sua divisibilità pressoché infinita, il che implica che i prezzi in Bitcoin possono essere espressi in svariate cifre decimali. Se da un lato la divisibilità è caratteristica necessaria perché una moneta possa misurare il valore di beni e transazioni di qualunque tipo ed entità, dall'altro è innegabile che le differenze di prezzo espresse in svariati decimali possano confondere i consumatori e rendere molto arduo il compito di evincere l'effettivo valore dei beni e dei servizi d'interesse nonché quello di confrontare i prezzi relativi di tali beni e servizi con altri di altro valore. La maggior parte delle

⁶⁷ Da tempo gli internauti discutono su forum dedicati di "tecnologie Bitcoin 2.0", mirate a utilizzare la Blockchain per trasferire altri "crypto-asset" di natura diversa rispetto a "Bitcoin as a currency".

⁶⁸ Yermack, D. (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747. Hanley, B.P. (2014). "The False Premises and Promises of Bitcoin." arXiv:1312.2048, Cornell University Library.

valute standard impiega non più di due decimali nell'esprimere i prezzi di mercato⁶⁹. Questa disparità può essere letta sia in senso favorevole laddove la divisibilità pressochè infinita può in realtà essere percepita come sinonimo di maggiore accuratezza nel dare un valore alle cose sia in senso sfavorevole laddove nel breve termine l'utente, prima che subentri l'abitudine, potrebbe al contrario non riuscire ad impiegare Bitcoin come efficiente unità di conto proprio a causa dei valori espressi in modo complesso.

4.3.2. *Volatilità dei prezzi*

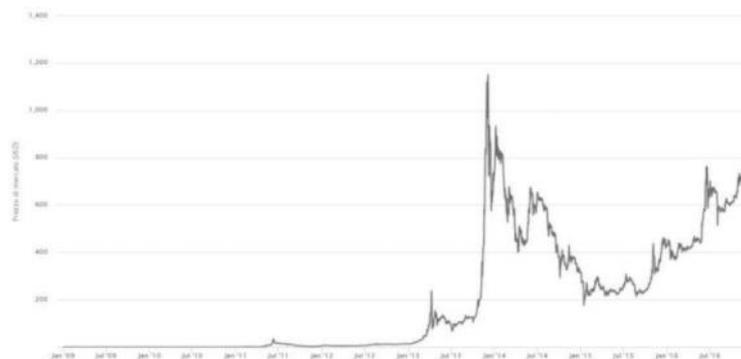
I prezzi in Bitcoin si caratterizzano per una volatilità di breve periodo estremamente elevata, la qual cosa chiaramente impatta sulla prestazione di Bitcoin quale unità di conto⁷⁰. Le frequenti variazioni di prezzo di Bitcoin determinano costi diretti e indiretti a carico degli attori del mercato. I venditori che utilizzano Bitcoin devono, ad esempio, ripetutamente adeguare i prezzi per evitare cali di redditività o competitività, a seconda che le variazioni siano rispettivamente verso il basso o verso l'alto. Questo è particolarmente problematico per i soggetti che vendono i prodotti finali in Bitcoin ma acquistano materie prime e semilavorati in valuta standard perché ovviamente l'alta volatilità dei prezzi di Bitcoin rischia di creare sostanziali discrepanze tra i prezzi di mercato dei prodotti finiti e i costi sostenuti per la produzione di tali prodotti. D'altro canto, le frequenti variazioni di prezzo diventano fonte di problemi anche per i consumatori che possono esperire non poche difficoltà nell'individuare i veri prezzi relativi dei beni e dei servizi che vorrebbero acquistare. Peraltro l'elevata volatilità dei prezzi di Bitcoin tende a danneggiare in primis chi possiede unità delle valuta. L'estrema sofisticatezza del sistema dà, però, ampio spazio all'innovazione tecnologica per la creazione di soluzioni alternative tese proprio a ridurre tale rischio. Ad esempio, esistono piattaforme che attingendo informazioni dal mercato valutario in tempo reale possono facilitare i venditori nella fissazione dei prezzi e ampliare le opzioni di spesa dei consumatori. Avvalendosi

⁶⁹ Yermack, D. (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747.

⁷⁰ Yermack, D. (2014). "Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal." NBER Working Paper No. 19747.

di tali piattaforme i venditori possono fissare i prezzi in una valuta e far visualizzare al consumatore tali prezzi in simultaneo e continuo aggiornamento in più valute, Bitcoin compresi, ai tassi di cambio correnti. Questo sistema consente il monitoraggio dei prezzi in Bitcoin per tutti gli attori del mercato in tempo reale a costo zero. Un altro esempio include le piattaforme di scambio istantaneo che consentono al venditore di accettare pagamenti in Bitcoin pur non ricevendo di fatto Bitcoin. Questi sistemi si avvalgono di un terzo soggetto che fa da intermediario scambiando i Bitcoin pagati dai consumatori con valuta standard da inoltrare ai venditori. Non ricevendo di fatto Bitcoin, i venditori evitano in questo modo il rischio di cambio, rischio che viene assunto invece dai terzi intermediari in cambio di un piccolo compenso⁷¹. Ciò non toglie che l'estrema volatilità dei prezzi di Bitcoin compromette la capacità della moneta virtuale a operare efficacemente come unità di conto ma non è da escludere che in futuro l'impatto di tale aspetto possa essere fortemente ridimensionato con la creazione di nuovi strumenti innovativi che possano ulteriormente attenuare il problema⁷².

Grafico 8. Prezzo medio di mercato di Bitcoin nelle principali borse di cambio 2009-2016⁷³



⁷¹ Luther W.J. and L.H. White (2014). "Can Bitcoin Become a Major Currency?" GMU Working Paper in Economics No. 14-17, George Mason University.

⁷² Luther W.J. and L.H. White (2014). "Can Bitcoin Become a Major Currency?" GMU Working Paper in Economics No. 14-17, George Mason University

⁷³ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

4.4. *Bitcoin come riserva di valore*

Per poter consentire scambi in momenti diversi nel tempo, il valore di Bitcoin dovrebbe rimanere stabile nel tempo. Una moneta quale riserva di valore deve conservare il proprio valore nel tempo proprio perché possa essere utilizzata in futuro senza il pericolo che tale valore si deteriori e non a caso è uno dei possibili modi in cui gli operatori economici possono accumulare e mantenere la ricchezza accumulata nel tempo. Il carattere di riserva di valore non può essere assente negli strumenti di pagamento, in quanto l'uso di uno strumento di pagamento presuppone proprio il fatto che la temporanea detenzione non faccia perdere potere d'acquisto. Nel caso delle valute standard, a differenza di Bitcoin, la stabilità del potere d'acquisto risiede nella garanzia fornita dalla gestione anti-inflazionistica della politica monetaria da parte di una banca centrale. La questione diventa fondamentale laddove è possibile rilevare che si può avere una riserva di valore che non funga da strumento di pagamento, ma non si può avere uno strumento di pagamento che non abbia un minimo di proprietà di conservare il proprio valore nel tempo. Nel merito vale la pena soffermarsi dunque su tre elementi distintivi di Bitcoin come riserva di valore rispetto alle valute standard e in particolare: volatilità dei prezzi, di cui si è già parlato in riferimento alla funzione di unità di conto e che chiaramente gioca un ruolo fondamentale anche per l'efficace svolgimento della funzione riserva di valore, tendenza deflazionistica e sicurezza informatica.

4.4.1. *Tendenza deflazionistica*

Le valute standard sono generalmente inflazionistiche, nel senso che il loro valore tende a ridursi nel tempo in relazione alla quantità di moneta immessa sul mercato e al rapporto di questa quantità con la ricchezza reale prodotta in termini di beni e servizi. Per scongiurare abusi nell'emissione di moneta, si affida la coniazione ad autorità indipendenti che hanno il compito di regolarne la quantità sul mercato in modo da evitare l'inflazione e mantenere la stabilità dei prezzi sulla base di politiche monetarie espansive o restrittive, a seconda delle necessità. Un vantaggio importante di Bitcoin è rappresentato dal fatto che il sistema è interamente decentralizzato e non esistono banche

centrali, col che la valuta virtuale non è soggetta all'inflazione e neanche alle ingerenze di politiche monetarie nell'uno o nell'altro senso. Anzi, dato che il numero totale di Bitcoin è limitato ad un importo massimo di 21 milioni di unità senza possibilità di ulteriore espansione, almeno in base all'algoritmo correntemente in uso, Bitcoin è al contrario esposta a spinte deflazionistiche⁷⁴, ovvero ha la tendenza ad apprezzarsi nel tempo. Gli estrattori o *miner* forniscono la propria potenza computazionale per convalidare le transazioni della rete all'interno dei blocchi e per questo sono ricompensati con nuovi Bitcoin. Questo è l'unico modo in cui è possibile immettere nuovi Bitcoin in circolazione. Il punto è che l'attività di convalida delle transazioni diventa progressivamente più difficile⁷⁵ quindi perché i *miner* siano incentivati a continuare a dedicarsi a tale attività pur trovandosi a dovervi investire risorse sempre più elevate, è necessario che Bitcoin continui ad apprezzarsi, anche perché il compenso per ogni blocco risolto si riduce con il tempo. Da un lato, questo costituisce un vantaggio soprattutto per i possessori di Bitcoin, che, all'apprezzarsi della moneta, si troveranno ad aver accumulato maggiore ricchezza a parità di quantità posseduta. D'altra parte, proprio in attesa che si verifichi tale circostanza, gli utenti potrebbero essere portati ad accumulare Bitcoin come se si trattasse di una forma di investimento speculativo piuttosto che a spenderli come moneta, riducendone presenza, disponibilità e conseguentemente uso nei mercati di riferimento. Alcuni⁷⁶ hanno in realtà rilevato che nel primo periodo di vita della valuta virtuale, dal 2009 al 2011, gli utenti tendevano in effetti ad accumularla piuttosto che a spenderla, ma che già a partire dal 2011 ci sia stata una inversione di tendenza: dal 2011 in poi, infatti, le statistiche elaborate sulla Blockchain mostrano che oltre il 60% di Bitcoin ricevuti venga speso in meno di un mese. La

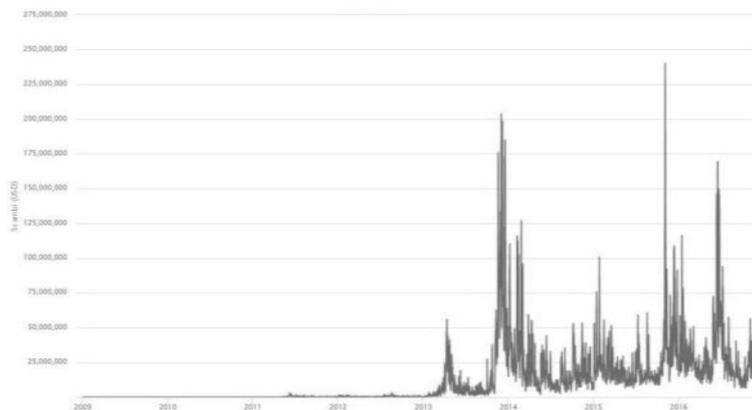
⁷⁴ Peraltro le unità di moneta virtuale accidentalmente perse o distrutte non possono essere sostituite col che può determinarsi anche un ulteriore restringimento della quantità di moneta disponibile e dunque anche una maggiore tendenza deflazionistica.

⁷⁵ Vedi Grafico 4.

⁷⁶ Meiklejohn, S., M. Pomarole, G. Jordan, K. Levchenko, D. McCoy, G.M. Voelker and S. Savage (2013). "A Fistful of Bitcoins: Characterizing Payments among Men with No Names." In Proceedings of the 2013 ACM Internet Measurement Conference (IMC), pp. 127–40. ACM.

fase di accumulo del periodo 2009-2011 avrebbe però letteralmente tolto dalla circolazione molte unità della moneta create fino a quel momento, che con tutta probabilità giacciono tuttora inutilizzate negli indirizzi c.d. “*sink*”, ovvero in disuso, contribuendo ad accentuare la tendenza alla deflazione di Bitcoin. Difficile leggere in senso strettamente sfavorevole o favorevole tale tendenza sull’uso di Bitcoin perché se è vero che l’assenza di inflazione potrebbe in astratto favorire la popolarità di Bitcoin sulle valute standard è anche vero che la vocazione alla deflazione potrebbe al contrario sfavorirla facendo da contrappeso poiché rischia in ogni caso di comprometterne la capacità di operare in modo efficace come riserva di valore, soprattutto tenendo conto della volatilità dei prezzi⁷⁷.

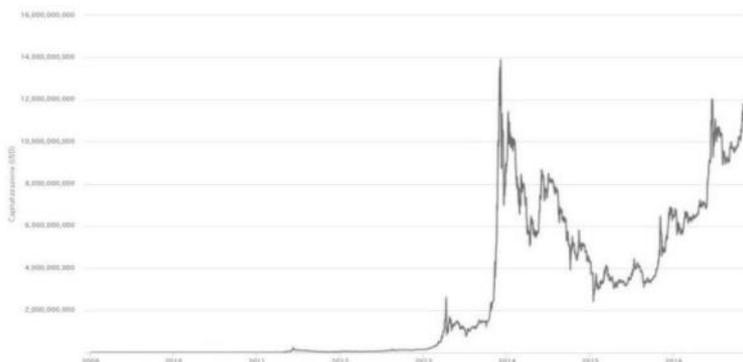
Grafico 9. Valore totale del volume di scambio di Bitcoin 2009-2016⁷⁸



⁷⁷ Ron D. and A. Shamir (2013). Quantitative Analysis of the Full Bitcoin Transaction Graph. In Proceedings of Financial Cryptography 2013.

⁷⁸ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

Grafico 10. Capitalizzazione di mercato, valore totale dei Bitcoin in circolazione 2009-2016⁷⁹



4.4.2. Sicurezza informatica

La capacità di assolvere la funzione di riserva di valore per Bitcoin è intrinsecamente connessa alla capacità di preservare il proprio sistema di sicurezza. La sicurezza ha spesso rappresentato un grosso problema per Bitcoin. In passato si sono verificati non pochi episodi di furto online a causa dei quali molti utenti hanno perso le monete memorizzate nei propri portafogli virtuali. Anche il mercato degli scambi in Bitcoin, quale abituale obiettivo degli hacker, è stato non di rado oggetto di attacchi informatici e furti. Mentre le valute standard forniscono agli attori del mercato la possibilità di proteggersi dal furto depositando in banca o addirittura nascondendo fisicamente una certa quantità di moneta, per esempio in cassaforte, Bitcoin è una moneta virtuale e in quanto tale può essere detenuta solo in portafogli virtuali e certamente non si presta a essere fisicamente nascosta, ed ecco che quindi la sicurezza riveste un ruolo fondamentale sul suo futuro. Una debolezza strutturale del sistema di sicurezza informatica ha per esempio determinato il crack del più grande portale di compravendita e scambio Bitcoin, MtGox, nel febbraio 2014: un complesso attacco hacker ha svuotato il generoso caveau della società facendo scomparire nell'etere oltre ai 100mila Bitcoin della stessa società, circa 750mila Bitcoin (equivalenti a circa 345 milioni di euro)

⁷⁹ Fonte dati: <http://www.investing.com/currencies/btc-usd-historical-data>.

appartenenti agli utenti del portale⁸⁰. Secondo recenti studi, falle nel sistema di sicurezza costituirebbero il motivo principale per il quale il 45% circa dei portali di scambio Bitcoin chiude i battenti in uno o due anni. Il problema vero però è legato a un altro dato: pare infatti che di questo 45% oltre il 46% chiuda senza rimborsare agli utenti le perdite subite⁸¹. Chiaramente l'estrema vulnerabilità di Bitcoin dal punto di vista della sicurezza informatica indebolisce non poco la sua capacità di funzionare come riserva di valore e costituisce un punto a sfavore di Bitcoin rispetto alle valute standard poichè inibisce l'uso diffuso della moneta virtuale da parte degli utenti, che continuano a percepirla come uno strumento troppo rischioso⁸².

5. *Bitcoin e la volatilità*

Dall'analisi comparativa di cui al paragrafo che precede è emerso che la peculiarità più impattante di Bitcoin nel confronto con le valute standard è senza dubbio la volatilità dei prezzi. Tale caratteristica rischia di compromettere il futuro uso globale della moneta virtuale a valere sulle monete standard laddove inficia la capacità di Bitcoin di assolvere efficientemente sia la funzione di unità di conto che quella di riserva di valore, soprattutto considerando le tendenze deflazionistiche di cui pure si è discusso. L'andamento dei prezzi di Bitcoin tracciato nel Grafico 10 mostra in modo evidente l'ampiezza delle variazioni subite dal prezzo di Bitcoin dal 2009, anno della sua creazione, al 2016: il valore di Bitcoin è partito da zero e al suo apice storico massimo alla fine del 2013 è giunto a toccare i 1.100 dollari statunitensi, per poi subire un drastico calo all'inizio del 2015 attestandosi intorno ai 220 dollari statunitensi e raggiungere nuovamente il picco di 750\$ nel giugno del 2016. Nello stesso periodo

⁸⁰ Böhme, R., N. Christin, B. Edelman, and T. Moore (2015). "Bitcoin: Economics, Technology, and Governance." *Journal of Economic Perspectives* 29(2): 213–238

⁸¹ Moore, T. and N. Christin (2013). "Beware the Middleman: Empirical Analysis of Bitcoin-Exchange Risk." *Financial Cryptography and Data Security* 7859: 25-33.

⁸² Moore, T. and N. Christin (2013). "Beware the Middleman: Empirical Analysis of Bitcoin-Exchange Risk." *Financial Cryptography and Data Security* 7859: 25-33.

la fluttuazione del tasso di cambio tra dollaro e euro non ha mai superato il limite del $\pm 20\%$. La volatilità derivante da variazioni di prezzo tanto estreme⁸³ rende chiaramente Bitcoin piuttosto inaffidabile sia come unità di conto che come riserva di valore perché genera non poche incertezze sia negli attori del mercato per l'individuazione dei prezzi relativi di beni e servizi sia nei detentori di unità della moneta per la preservazione nel tempo di potere d'acquisto e ricchezza. D'altronde bisogna anche considerare che Bitcoin è in ogni caso una moneta di relativamente nuova creazione, pertanto in una certa misura è anche comprensibile che ci sia ancora un certo margine di indeterminatezza circa il meccanismo di formazione dei suoi prezzi. Per meglio comprendere tale meccanismo si è pensato di contribuire al dibattito proponendo, senza alcuna pretesa di oggettività, una lettura in chiave contestuale dell'andamento dei prezzi di Bitcoin⁸⁴ in relazione agli eventi che si sono succeduti lungo lo stesso arco temporale, ovvero dal 2009 al 2016. In particolare, si è scelto in via preliminare di parametrare lo spettro di fluttuazione della valuta per ciascun anno calcolando: variazione percentuale assoluta subita dalla valuta nell'anno di riferimento, prezzo più alto e prezzo più basso registrato dalla valuta nell'anno di riferimento⁸⁵, prezzo medio della valuta per l'anno di riferimento. Successivamente si sono individuati sul grafico lineare dell'andamento del prezzo di Bitcoin per ogni specifico anno gli scostamenti più significativi⁸⁶ dal prezzo medio individuato per l'anno di riferimento, tenendo conto sia della variazione percentuale assoluta subita dalla valuta nello stesso anno sia del prezzo massimo e minimo conseguito in modo da evitare eccessivi sfalsamenti. Si è poi proceduto a mappare i valori di prezzo corrispondenti agli scostamenti significativi individuati e a ricondurre tali valori alla specifica data in cui sono stati registrati con riferimento

⁸³ Per intenderci stiamo parlando di variazioni pari al $\pm 8000\%$.

⁸⁴ Come rappresentato nel grafico 10.

⁸⁵ per tener conto degli effetti di eventuali valori anomali.

⁸⁶ Data l'alta volatilità di Bitcoin, soprattutto nel breve-periodo, si è preferito scegliere vari delta di interesse dal prezzo medio a seconda dell'andamento dei prezzi di ogni specifico anno anziché scegliere un delta dal prezzo medio predeterminato a priori che avrebbe rischiato di essere poco indicativo.

alla serie storica 2009-2016 dei prezzi giornalieri di Bitcoin⁸⁷. Individuati tutti gli scostamenti d'interesse con relativa data di rilevamento si è quindi fatto l'esercizio di scandagliare ogni tipo di stampa temporalmente connessa per sondare la possibilità di far corrispondere a ciascuna variazione significativa individuata un evento che ragionevolmente potrebbe aver contribuito a determinarla, tenendo conto di un range temporale di 10 giorni tra l'occorrenza dell'evento e la variazione e viceversa. Si presentano di seguito le risultanze così ottenute per ciascun anno.

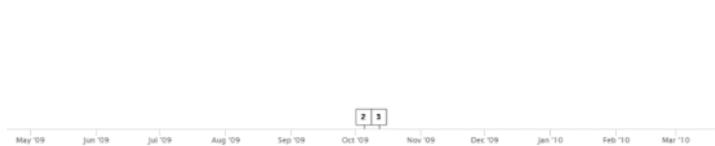
5.1. 2009- Prezzo medio: 0,0001\$, Prezzo più alto/più basso: 0,0010 \$/0\$ - Variazione %: 900

Figura 1



1) 3 gennaio 2009- Primo blocco della Blockchain. Prezzo: 0\$. Prende il via la Blockchain di Bitcoin. Dopo sei giorni Satoshi Nakamoto rilascia la prima versione del software, Bitcoin 0.1, e il codice sorgente.

Figura 2.



2) 5 ottobre 2009 – Pubblicazione tasso di cambio – Prezzo: 0.0007\$. Nasce la prima piattaforma online per vendere e comprare unità della moneta, New Liberty Standard. Il tasso di cambio viene fissato dalla piattaforma a 1309,03 Bitcoin per 1 dollaro statunitense

⁸⁷ di cui al database approntato per le elaborazioni grafiche del paragrafo che precede.

sulla base del costo dell'energia elettrica che un computer deve consumare per generare - o meglio estrarre- la valuta.

3) 12 ottobre 2009 – Prima operazione di cambio Bitcoin/Valuta standard – Prezzo: 0,0010\$ - Mediante Paypal, New Liberty Standard acquista da Sirius, a.k.a. Martti Malmi, secondo sviluppatore di Bitcoin dopo Satoshi Nakamoto e fondatore del Forum Bitcoin, 5050 Bitcoin al prezzo di 5,02\$.

5.2. 2010- Prezzo medio: 0,07\$ Prezzo più alto/più basso: 0,08 \$/ 0,0020\$ - Variazione %: 3400

Figura 3



4) 22 maggio 2010 – Primo acquisto di beni in Bitcoin – Prezzo: 0,0025\$ - un utente di BitcoinTalk, Laszlo Hanyecz, impiega per la prima volta Bitcoin come mezzo di scambio pagando 10.000 Bitcoin per due pizze a domicilio (del valore di 25\$).

5) 11 luglio 2010 – Bitcoin compare su Slashdot – Prezzo: 0,08\$ - slashdot.org, popolarissimo sito web informativo su argomenti di carattere tecnologico, pubblica un articolo sulla versione 0.3 appena rilasciata del software Bitcoin attirando l'attenzione di un largo pubblico di tecnofili sulla nuova valuta virtuale, il cui prezzo, nel giro di cinque giorni dalla data di pubblicazione dell'articolo, passa da 0.008\$ a 0,08\$.

Figura 4



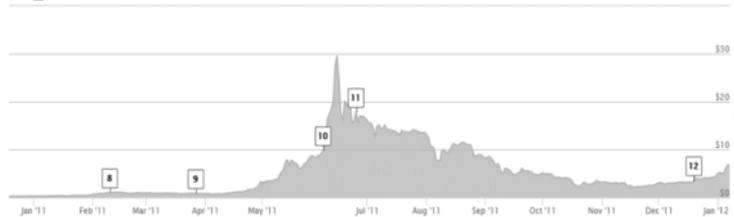
6) 18 luglio 2010 – Apre Mt.Gox – Prezzo: 0,07\$ → 10 giorni dopo → 0,06\$ - Jed McCaleb, programmatore meglio noto per aver

creato il network peer-to-peer eDonkey nel 2000, annuncia il lancio di Mt. Gox, un nuovo portale di scambio Bitcoin attivo 24 ore su 24, che avrebbe dominato il mercato mondiale di trading in Bitcoin per i successivi 3 anni.

7) 15 agosto 2010 – Il primo bug al sistema – Prezzo: 0,07\$ → 10 giorni dopo → 0,07 \$ - un anonimo si avvale di un errore nella scrittura del codice sorgente di Bitcoin per registrare sulla Blockchain una transazione che genera 184.467.440.737,08554078 unità della moneta, ovvero circa 9000 volte la quantità totale di Bitcoin che potrà mai essere immessa sul mercato. Gli sviluppatori rilasciano una nuova versione del software nel giro di poche ore.

5.3. 2011 – Prezzo medio: 4,6\$, Prezzo più alto/più basso: 12 \$/2\$ - Variazione %: -53,52

Figura 5



8) 9 febbraio 2011 – Partità con il dollaro – Prezzo:0,96\$ → 10 giorni dopo → 0,91\$ - Dopo appena due anni dalla sua creazione Bitcoin raggiunge quasi la parità con il dollaro sul portale di cambio Mt. Gox. Nei giorni a seguire la notizia è riportata ovunque e l'attenzione cresce al punto tale da mandare in tilt il sito ufficiale Bitcoin, assalito da utenti curiosi.

9) 27 marzo 2011 – 3 nuovi portali di cambio – Prezzo: 0,83\$ → 10 giorni dopo → 0,72\$ - Vengono lanciate nel giro di pochi giorni, tre nuove piattaforme di cambio per Bitcoin: Britcoin, solo per scambi tra Bitcoin/sterlina inglese, Bitcoin Brazil, per scambi Bitcoin/dollaro statunitense/real brasiliano, e BitMarket.eu per scambi Bitcoin/euro/altre valute. Il mercato di Bitcoin si espande enormemente.

10) 1 giugno 2011 –Bitcoin e Silk Road– Prezzo 9,21\$ → 10 giorni dopo → 30\$ - L'articolo di Adrian Chen su Gawker, famosissimo blog con sede a New York centrato sul mondo dei mass media, dal

titolo “Il sito underground sul quale è possibile comprare ogni tipo di droga immaginabile” fa il giro del web e mette per la prima volta in evidenza le potenzialità di impiego di Bitcoin in relazione alla possibilità di concludere transazioni in completo anonimato. L’articolo contiene anche un link diretto a Mt. Gox. A dieci giorni dalla pubblicazione dell’articolo il valore di Bitcoin triplica sulle piattaforme di cambio.

11) 19 giugno 2011 – Primo attacco hacker a Mt.Gox – Prezzo 17.77\$ → 10 giorni dopo → 16,88 \$ - un hacker riesce ad accedere al database utenti della piattaforma, nel quale sono memorizzate anche le chiavi di accesso degli amministratori del portale e mette in vendita innumerevoli e inesistenti unità della moneta finché il tasso di cambio non crolla a 0,01\$ per unità. Mt. Gox è costretto a sospendere i servizi per sette giorni al fine di annullare tutte le transazioni falsate e ripristinare il sistema di sicurezza. Poco dopo, una copia del database viene pubblicata in rete scatenando una serie di attacchi a raffica ai portafogli online degli utenti Mt.Gox sulla piattaforma MyBitcoin, cui è possibile accedere con le stesse credenziali di Mt. Gox. Vengono rubate 4.019 unità della moneta memorizzate su oltre 600 portafogli online. Nel giro di qualche mese il prezzo di Bitcoin crolla vertiginosamente attestandosi intorno ai 3\$.

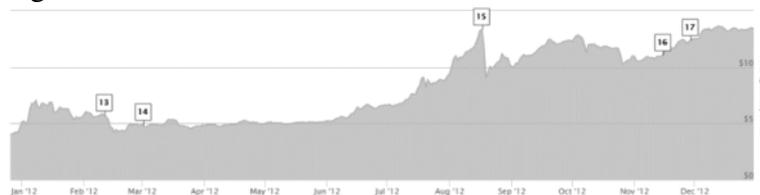
12) 19 dicembre 2011 – Bitcoin in tv – Prezzo: 3,41\$ → 10 giorni dopo → 4,22\$ - CBS annuncia che il mese successivo manderà in onda un episodio della popolarissima serie televisiva statunitense “The Good Wife” dal titolo “Bitcoin for dummies” in cui la protagonista si troverà difendere dalle accuse del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti un avvocato arrestato per aver mantenuto il segreto professionale sul nome di un suo cliente che ha inventato un nuovo tipo di moneta virtuale, ovvero Bitcoin. Allo spargersi della notizia che lo show avrebbe dedicato un episodio alla moneta virtuale, il mercato di Bitcoin avvia una timida ripresa e sono in molti a comprare unità della moneta scommettendo in un aumento dei prezzi dopo la messa in onda dell’episodio, prevista per il 15 gennaio 2012. Malgrado la massiccia esposizione⁸⁸, l’effettiva messa in onda non sortisce alcun

⁸⁸ L’episodio viene seguito in diretta da oltre 9 milioni di telespettatori solo negli Stati Uniti.

effetto propulsore sulla crescita innescata dall'attesa, i prezzi non aumentano e anzi restano stagnanti.

5.4. 2012 - Prezzo medio: 8,11\$, Prezzo più alto/più basso: 15,30 \$/ 3,88\$ - Variazione %: 177,33

Figura 6



13) 11 febbraio 2012 – Paxum chiude i battenti- Prezzo: 5,7\$ → 10 giorni dopo → 4,31\$ - Paxum, piattaforma di servizi di pagamento digitale e di trasferimento e scambio di Bitcoin, non dissimile per funzione a Paypal, annuncia di dover chiudere i battenti a causa di forti pressioni subite da parte dei suoi stakeholder in merito ai profili di legalità della moneta virtuale. Qualche giorno dopo un utente di BitcoinTalk, Patrick Strateman, rivela l'esistenza di un devastante bug nel sistema di sicurezza di BTC-E, altro noto portale di cambio.

14) 1 marzo 2012 – Attacco a Linode – Prezzo 4,92\$ → 10 giorni dopo → 4,89\$ - Un hacker riesce a penetrare nel server di rete di Linode, una società statunitense specializzata nella fornitura di server virtuali⁸⁹, e si mette immediatamente alla ricerca di account che abbiano una qualche relazione con Bitcoin riuscendo a recuperare le credenziali di ben otto portafogli online, tra cui quello di Bitcoinica, una piattaforma di cambio, quello di Gavin Andresen, capo sviluppatore di Bitcoin e quello di Marek Palatinus, un attivissimo *miner*. L'hacker riesce ad appropriarsi di ben 46.000 Bitcoin, di cui oltre 43.000 di Bitcoinica, che decide di sopportare la perdita al posto dei suoi utenti.

15) 17 agosto 2012 – Primo caso di frode – Prezzo: 13,31\$ → 10 giorni dopo → 11,18\$- Con la promessa di altissimi ricavi, Trendon T. Shavers convince moltissimi utenti a consegnargli parte dei propri

⁸⁹ un servizio che consiste nell'allocare su un server web le pagine web di un sito web o un'applicazione web, rendendolo così accessibile dalla rete Internet e ai suoi utenti.

Bitcoin in quantità almeno pari a 50 unità. Per i primi otto mesi tutto fila liscio e ogni settimana Shavers corrisponde ai suoi “clienti” interessi pari al 7% del valore delle unità inizialmente conferite, poi, all’improvviso, sparisce nel nulla portando con sé un tesoretto pari a circa 500.000 Bitcoin.

16) 15 novembre 2012 – Wordpress accetta Bitcoin - Prezzo: 11,04\$ → 10 giorni dopo → 12,46\$ - Una delle piattaforme software per la creazione di contenuti testuali e mediali più popolari del web spiana la strada ai pagamenti in Bitcoin rilasciando una dichiarazione in cui elogia la moneta virtuale quale strumento di pagamento inclusivo perché universalmente accessibile.

17) 28 novembre 2012 – il primo Halving Day - Prezzo: 12,25\$ → 10 giorni dopo → 13,43 – Come chiarito in precedenza, ogni quattro anni⁹⁰, la ricompensa che i *miners* ricevono per aver risolto i blocchi viene dimezzata, in modo da ridurre il ritmo e il numero di nuovi Bitcoin introdotti nell’economia, il giorno in cui questo accade è conosciuto come “halving day”.

5.5. 2013- Prezzo medio: 185,11\$, Prezzo più alto/più basso: 1.095 \$/ 13,07\$ - Variazione %: 5535,94

Figura 7



18) 11 marzo 2013 – Bitcoin 0.8 – Prezzo: 47,41 \$ → 10 giorni dopo → 68,8\$ - Viene rilasciata una nuova versione del software, che crea una c.d. *hard fork*: la Blockchain si struttura in blocchi consecutivi, ogni blocco ha impresso il numero della versione che l’ha generato, nel momento in cui si rilascia una nuova versione del software si crea una separazione tra i server aderenti alla vecchia versione e quelli aderenti alla nuova col che non di rado possono

⁹⁰ Bisogna considerare che Satoshi Nakamoto aveva già implementato il codice Bitcoin nel 2008, anche se la nascita di Bitcoin viene fatta risalire al 2009, ovvero all’anno in cui il codice e il software sono stati pubblicati, vedi evento 1).

determinarsi incompatibilità tra i blocchi della vecchia versione e quelli della nuova. Se tale circostanza si verifica lungo la Blockchain le transazioni registrate nei blocchi vengono falsate, e conseguentemente anche il prezzo di Bitcoin. Il problema viene risolto in modo efficace dagli sviluppatori che a stretto giro rilasciano un aggiornamento del software, Bitcoin 0.8.1.

19) 25 marzo 2013 – Cipro ricorre al Bail-in-Prezzo: 74,02\$ → 10 giorni dopo → 131,07\$ - A cavallo tra il 2012 e il 2013 Cipro affronta una grave crisi economica e finanziaria, che mette in ginocchio il sistema bancario locale, ramificato con diverse sussidiarie in Grecia e sostenuto da ingenti depositi attratti dall'estero dalla tassazione particolarmente favorevole sui redditi di impresa e da capitale. Le banche cipriote hanno in portafoglio titoli pubblici greci per oltre 5 miliardi di euro e prestiti al settore privato greco per altri 19 miliardi di euro circa. Non stupisce dunque che la ristrutturazione del debito pubblico greco travolga immediatamente il sistema bancario cipriota. Cipro si trova costretta a chiedere aiuto alla Troika per reperire gli almeno 17 miliardi di euro necessari a rimettere apposto i suoi conti. L'accordo è presto fatto: per usufruire di aiuti per 10 miliardi di euro, Cipro deve impegnarsi a reperire internamente le risorse per ricapitalizzare le banche ricorrendo dunque al bail-in. Alla ricerca di soluzioni per mettere al riparo i propri averi dal bail-in, i detentori di conti presso istituti bancari dell'isola cominciano a comprare Bitcoin. Il prezzo di Bitcoin triplica arrivando a 260\$ in meno di un mese.

20) 10 aprile 2013 – Mt. Gox va in tilt -Prezzo: 181,66\$ → 10 giorni dopo → 122,9\$ - Quello che all'inizio sembra un nuovo cyber attacco si rivela invece essere un problema dovuto al sovraccarico di utenti che tentano di fruire dei servizi offerti dal portale, che all'improvviso smette di funzionare. Il blocco alimenta i timori che si tratti di un nuovo attacco alla sicurezza del sistema riportando il prezzo della moneta a valori pre-Cipro.

21) 14 maggio 2013- Mt. Gox sotto sequestro - Prezzo: 114,33\$ → 10 giorni dopo → 128,8\$- Mt.Gox è accusato di effettuare trasferimenti di denaro senza possedere la licenza per farlo. Il Dipartimento della sicurezza nazionale degli USA sequestra un totale complessivo di 5 milioni di dollari a Mt. Gox bloccando i conti di due sue controllate. La società si difende definendosi non impegnata in servizi monetari.

22) 30 agosto 2013 – Tradehill chiude -Prezzo: 131,48\$ → 10 giorni dopo → 126,94\$ - Tradehill, piattaforma di scambio Bitcoin seconda solo a Mt. Gox per dimensioni, viene costretta a chiudere e a restituire i fondi ai suoi utenti dalla Internet Archive Federal Credit Union che non la ritiene efficiente nella gestione della miriade di profili di rischio connessi a Bitcoin.

23) 1 ottobre 2013 – Arresto di Dread Pirate Roberts Prezzo: 133,03\$ → 10 giorni dopo → 135,12\$ - L’FBI arresta Dread Pirate Roberts, pseudonimo di Ross Ulbricht, creatore di Silk Road, per riciclaggio di denaro, traffico di droga, traffico di droga su internet e cospirazione per trafficare droga, e sequestra sia il patrimonio della società, pari a 30.000 Bitcoin, che il patrimonio personale di Ulbricht, pari a 144.000 Bitcoin.

24) 18 novembre 2013 – Audizione al Senato -Prezzo: 685,75\$ → 10 giorni dopo → 1072,83\$- Il Senato statunitense tiene un’audizione dal titolo “Oltre Silk Road: potenziali rischi, minacce e promesse delle monete virtuali” all’esito della quale tutti i convenuti concludono che Bitcoin abbia sorprendenti potenzialità per il futuro. Tali conclusioni fanno in breve tempo il giro del mondo. Il prezzo di Bitcoin sale vertiginosamente.

25) 20 novembre 2013- L’ok della Banca Centrale Cinese - Prezzo: 641,23\$ → 10 giorni dopo → 1075,16\$ - Nel corso di una conferenza, Mr. Yi, responsabile della sorveglianza dei flussi finanziari della Cina, dichiara che i cittadini cinesi sono liberi di prendere parte al mercato di Bitcoin e che anzi la Banca Centrale Cinese adotterà una prospettiva di lungo termine sulla valuta virtuale. Il portale di scambio BTC China duplica nel giro di pochi giorni il proprio giro d’affari. Il prezzo di Bitcoin continua a salire.

26) 29 novembre 2013- Bitcoin raggiunge l’apice -Prezzo: 1132,26\$ → 10 giorni dopo → 921,97\$ - Dopo la benedizione di Mr. Yi, la rapida e continua crescita di transazioni dalla Cina trascina il prezzo di Bitcoin verso il suo apice storico massimo.

27) 5 dicembre 2013 – Il Governo Cinese fa retromarcia - Prezzo: 1022,37\$ → 10 giorni dopo → 839,93 – Spaventata dall’eccezionale popolarità di Bitcoin, la Banca Centrale Cinese dichiara ufficialmente che Bitcoin non può e non deve essere considerata una valuta semplicemente perché non lo è. Il Governo Cinese proibisce agli intermediari finanziari l’uso sotto ogni forma di Bitcoin e comincia a

vincolarne le possibilità di utilizzo. Il prezzo di Bitcoin subisce un rapido crollo.

5.6. 2014 - Prezzo medio: 517,78\$, Prezzo più alto/più basso: 990\$/ 102\$ - Variazione %: -58

Figura 8



28) 7 febbraio 2014 – Hackers all’arrembaggio - Prezzo: 717,83\$ → 10 giorni dopo → 626,5 \$ - Mt Gox, Bitstamp e BTC-E sono costretti a sospendere i servizi a causa di attacchi multipli Dos (denial of services) ai sistemi di sicurezza: si tratta di azioni di disturbo che provocano malfunzionamenti tali da impedire agli utenti della rete l’accesso ai siti web vittime dell’attacco.

29) 24 febbraio 2014 – Il crack di Mt. Gox - Prezzo: 547,09 \$ → 10 giorni dopo → 662,27 \$ - Mt.Gox chiude definitivamente ogni forma di transazione sul sito⁹¹. Svaniscono nel nulla 850.000 Bitcoin. Le altre società operanti nel settore Bitcoin emettono una dichiarazione congiunta condannando la cattiva gestione del portale.

30) 6 marzo 2014 – Newsweek dichiara di conoscere l’identità di Satoshi Nakamoto - Prezzo: 662,27\$ → 10 giorni dopo → 631,25\$ - La rivista statunitense Newsweek pubblica un articolo a firma della giornalista Leah McGrath Goodman in cui un ingegnere di Temple City, in California, tale Dorian Nakamoto, viene identificato come il creatore di Bitcoin. L’articolo attira l’attenzione mondiale. Dorian Nakamoto dichiara di non avere nulla a che fare con la valuta virtuale e chiede di essere lasciato in pace.

31) 26 marzo 2014 – l’IRS tassa Bitcoin- Prezzo: 581,52\$ → 10 giorni dopo → 453,05\$ - L’Internal Revenue Service emette un documento⁹² in cui dichiara che i Bitcoin sono una proprietà e in quanto tali sono soggetti all’applicazione dell’imposta sulle

⁹¹ vd. Paragrafo 4.4.2.

⁹² <https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-14-21.pdf>

plusvalenze, al pari di immobili o azioni, perchè costituiscono un bene il cui valore fluttua nel tempo e produce un guadagno capitale sul quale va applicata la tassazione. In particolare, tale documento precisa: “*Un contribuente che riceva valuta virtuale come pagamento per beni o servizi deve, nel calcolo dell'imponibile lordo, includere il giusto valore di mercato della valuta virtuale, misurato in dollari US, alla data in cui la valuta virtuale è stata ricevuta.*”

32) 10 aprile 2014 – Altri interventi da parte della Banca Centrale Cinese -Prezzo: 408,25\$ → 10 giorni dopo → 501,7\$ - La Banca Centrale Cinese intima agli istituti bancari nazionali di chiudere i conti aperti presso di loro dai soggetti che operano nel settore di cambio Bitcoin entro 5 giorni. Immediatamente tali soggetti si mobilitano per trasferire i propri fondi altrove, perlopiù presso banche offshore. Il volume d'affari di Bitcoin in Cina si riduce drasticamente.

33) 13 giugno 2014 – Il *Mining* pool *Ghash.io* raggiunge il 51% di potenza computazionale -Prezzo: 598\$ → 10 giorni dopo → 592,28\$ - Il *mining* pool *Ghash.io*⁹³ raggiunge una potenza computazionale tale da poter determinare da solo il default dell'intero sistema Bitcoin. Per evitare che tale circostanza possa creare panico tra i detentori della moneta, *Ghash.io* pubblica una dichiarazione in cui rassicura tutti del fatto di non essere in alcun modo interessato a boicottare Bitcoin e anzi di aver chiesto ai propri *miner* di migrare periodicamente in altri gruppi per fare in modo di non superare mai una potenza computazionale pari al 39,99% del totale.

34) 27 giugno 2014 –All'asta Bitcoin di Silk Road - Prezzo: 596,8 \$ → 10 giorni dopo → 628,5\$ - L'Agenzia federale di polizia degli Stati Uniti US Marshals Service mette all'asta i 30.000 Bitcoin sequestrati a Silk Road. L'imprenditore Tim Draper riesce ad aggiudicarsi l'intero lotto offrendo cifre ben al di sopra del valore di mercato corrente.

35) 17 luglio 2014 –New York annuncia che metterà in regola Bitcoin - Prezzo: 619,9\$ → 10 giorni dopo → 595,49\$ - Il Department of Financial Services di New York annuncia che a breve emanerà un primo pacchetto normativo a disciplina delle imprese che operano nel

⁹³ I *Mining Pool* rappresentano una soluzione cooperativa all'aumento esponenziale della complessità dei calcoli di *hashing* coinvolti nel processo di estrazione di Bitcoin, si compongono di gruppi di migliaia di *miners* che lavorano congiuntamente su piattaforme di calcolo distribuito.

settore delle criptovalute per proteggere i consumatori e inibire l'illegalità. Le imprese dello Stato di New York che esercitano attività in tale settore dovranno operare rigidi controlli sul passato dei propri dipendenti e collaboratori e raccoglierne le impronte digitali, richiedere apposita autorizzazione allo Stato per poter operare e convertire immediatamente ogni ricavo ottenuto in Bitcoin in dollari statunitensi.

36) 18 luglio 2014 – Dell accetta Bitcoin - Prezzo: 624,1 \$ → 10 giorni dopo → 582,88\$ La multinazionale texana, tra le più importanti al mondo nella produzione di personal computer e di sistemi informatici, annuncia che i clienti statunitensi potranno fare acquisti su dell.com pagando in Bitcoin attraverso il sistema di pagamento Coinbase. Dell fa da apripista e in poco tempo moltissimi retailer online ne seguono l'esempio.

37) 8 settembre 2014 – Braintree accetta Bitcoin - Prezzo: 473,02\$ → 10 giorni dopo → 439,52\$ - Braintree, piattaforma per i pagamenti mobili controllata da Paypal e gateway privilegiato di Airbnb, Github e Uber, collabora con Coinbase per implementare l'opzione di pagamenti in Bitcoin nel proprio sistema.

38) 6 ottobre 2014 – “L'OrsoBalena” - Prezzo: 323,47\$ → 10 giorni dopo → 387,4\$ - Un anonimo mette in vendita sulla piattaforma Bitstamp 30.000 Bitcoin al prezzo di 300\$ per unità. L'intera quantità viene venduta nel giro di 24 ore fruttando allo sconosciuto venditore ben 9 milioni di dollari. Si tratta di un'operazione senza precedenti che per questo viene ricordata come “The Slaying of BearWhale”, letteralmente “l'uccisione dell'OrsoBalena”.

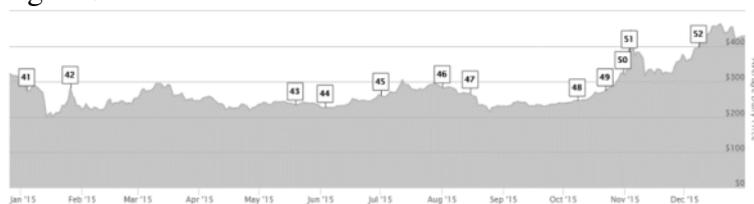
39) 11 dicembre 2014 – Microsoft accetta Bitcoin - Prezzo: 352,56\$ → 10 giorni dopo → 324,87\$ - Microsoft sdogana i pagamenti in Bitcoin da parte dei soli clienti statunitensi per ogni prodotto offerto negli store online Windows e Xbox.

40) 19 dicembre 2014 – La condanna di Charlie Shrem - Prezzo 313,38\$ → 10 giorni dopo → 317,06\$ - L'amministratore delegato della piattaforma di cambio Bitinstant, Charlie Shrem, viene condannato a due anni di reclusione per riciclaggio di denaro, avendo facilitato scambi anonimi tra valuta reale e Bitcoin connessi a transazioni illecite effettuate dagli utenti di Bitinstant sul portale Silk

Road, senza essere peraltro in possesso delle licenze necessarie per operare trasferimenti di denaro.

5.7. 2015 - Prezzo medio: 269,60\$, Prezzo più alto/più basso: 460,49 \$/ 162,68\$ - Variazione %: -37.47

Figura 9



41) 4 gennaio 2015 - Attacco a Bitstamp - Prezzo: 275,07\$ → 10 giorni dopo → 198,59\$ - Un numero imprecisato di hacker mette a punto un sofisticato attacco a Bitstamp, sottraendo dal portafoglio online operativo della piattaforma 18.866 Bitcoin del valore di oltre 5 milioni di dollari statunitensi. Bitstamp è costretta a sospendere tutte le attività per più di una settimana. Fortunatamente il resto della riserva di Bitstamp è memorizzato su un portafoglio offline e nessuno degli utenti subisce perdite. Tuttavia secondo un report interno della stessa Bitstamp, il danno reputazionale e la perdita di fiducia da parte dei suoi utenti sono irreparabili.

42) 26 gennaio 2015 - Coinbase lancia la sua piattaforma di scambio Bitcoin-Prezzo: 281,26\$ → 10 giorni dopo → 222,25\$ - La società di servizi di pagamento digitale e trasferimento di denaro, Coinbase, lancia la propria piattaforma di scambio di Bitcoin, debitamente autorizzata ad operare mediante regolari licenze in 25 diversi Stati degli Stati Uniti.

43) 19 maggio 2015- Ross Ulbricht condannato all'ergastolo - Prezzo: 234,31\$ → 10 giorni dopo → 238,22 \$ - Il creatore di Silk Road viene condannato all'ergastolo per i reati di associazione a delinquere, frode informatica, distribuzione di false identità, riciclaggio di denaro, traffico di droga, traffico di droga su internet e cospirazione per trafficare droga.

44) 3 giugno 2015 – New York introduce la Bitlicense-Prezzo: 226,9\$ → 10 giorni dopo → 232,05\$ -Lo Stato di New York promulga il pacchetto normativo annunciato nel 2014 a disciplina

delle criptovalute, introducendo, oltre alle misure già condivise in precedenza, la Bitlicense da ottenersi obbligatoriamente entro 45 giorni dall'inizio dell'attività da parte di tutte le imprese che a ogni livello operano nel settore. Molte di queste imprese non prendono bene la notizia e decidono semplicemente di estromettere dall'offerta dei propri servizi tutti i consumatori, potenziali e esistenti, residenti nello stato di New York.

45) 1 luglio 2015 – La condanna degli agenti federali - Prezzo: 260,73\$ → 10 giorni dopo → 291,66\$ – Due degli agenti federali che avevano preso parte alle attività investigative su Silk Road vengono ritenuti colpevoli di aver estorto a Ulbricht una quantità di Bitcoin del valore di circa 1 milione e mezzo di dollari statunitensi in occasione delle indagini per scopi meramente personali.

46) 1 agosto 2015 – l'arresto di Mark Karpeles - Prezzo: 283,04\$ → 10 giorni dopo → 267,19\$ - Nell'ambito dell'inchiesta volta a far luce sul fallimento di Mt. Gox viene arrestato in Giappone l'allora amministratore delegato, Mark Karpeles, con l'accusa di aver falsificato dati attraverso accessi illegali al sistema computerizzato della piattaforma ai fini di frode e appropriazione indebita.

47) 15 agosto 2015 – Il grande scisma: Bitcoin XT - Prezzo: 267,24\$ → 10 giorni dopo → 214,3 – Per preservare la decentralizzazione del sistema ogni blocco della Blockchain è limitato a 1MB⁹⁴ e la velocità con cui vengono estratti i blocchi dai *miners* è più o meno fissa. Con la crescita del numero di utenti e di transazioni sulla rete, questo limite comincia a farsi sentire causando pagamenti lenti e inaffidabili che inibiscono l'uso di Bitcoin in molti tipi di scambio, per esempio in quelli che avvengono tipicamente in negozio in cui la consegna del bene è contestuale al pagamento. Da una parte, c'è la volontà di mantenere la decentralizzazione e di impedire che un aumento della dimensione dei blocchi avvantaggi i *Mining Pool* di maggiori dimensioni, dall'altra c'è comunque la necessità di garantire l'efficacia del sistema. Nella community Bitcoin si creano due fazioni contrapposte: una a favore di un aumento delle dimensioni del blocco perchè Bitcoin continui a crescere e prosperare in modo efficiente e col campo di applicazione più ampio possibile; l'altra contraria perchè

⁹⁴ in modo tale che i *miners* con maggiore potenza computazionale non riescano comunque a prendere il controllo della catena.

un eventuale aumento comprometterebbe il principio ideologico alla base del sistema, ovvero il decentramento prima di tutto. Gavin Andresen e Mike Hearn, due storici sviluppatori della moneta, decidono che sono stanchi di aspettare una soluzione comune a entrambe le fazioni e rilasciano una nuova versione del software Bitcoin: Bitcoin XT, che porta la dimensione dei blocchi della Blockchain a 8MB e punta a raddoppiarne le dimensioni ogni due anni. Al momento del rilascio il vecchio e il nuovo software sono pienamente compatibili ma l'intento dichiarato dei due sviluppatori è di staccarsi totalmente dal sistema originario e proseguire autonomamente. La biforcazione avverrà soltanto se almeno il 75% degli utenti passerà su XT. Il rilascio di Bitcoin XT genera panico e incertezza nella community perchè nessuno ha idea di come si evolveranno gli eventi.

48) 8 ottobre 2015 – Nasce Gemini - Prezzo: 245,48\$ → 10 giorni dopo → 268,01\$ - Nasce una nuova piattaforma di scambio Bitcoin debitamente autorizzata, mediante opportune licenze, ad operare in 26 Stati degli Stati Uniti. Gemini offre ai suoi utenti anche la possibilità di assicurare i propri depositi in Bitcoin.

49) 22 ottobre 2015 - Per l'Europa Bitcoin non è soggetta a IVA- Prezzo: 273,82\$ → 10 giorni dopo → 318,48\$ - La Corte di Giustizia Europea dispone che Bitcoin e monete virtuali debbano considerarsi a tutti gli effetti monete e che per questo alle transazioni in Bitcoin e monete virtuali non sia applicabile l'IVA.

50) 31 ottobre 2016 – Bitcoin fa la sua comparsa sull'Economist - Prezzo: 323,35\$ → 10 giorni dopo → 366,67\$ - Il settimanale inglese di politica, economia e finanza edito in tutto il mondo dedica l'articolo di copertina a Bitcoin. In particolare, l'articolo focalizza l'attenzione sulle potenzialità della tecnologia Blockchain - che per l'Economist rappresenta la prossima grande rivoluzione- promuovendo l'idea che anche banche e istituzioni governative debbano servirsene per alimentare “la macchina della fiducia”, che poi è il titolo dell'articolo stesso, improntata alla totale trasparenza delle operazioni.

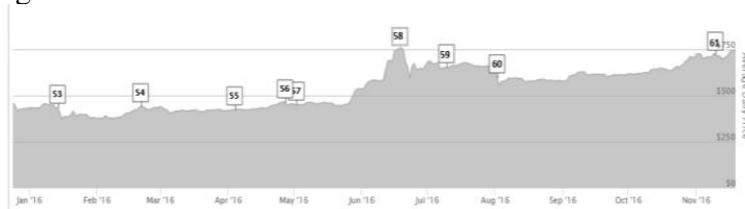
51) 3 novembre 2015 – Unicode accetta il simbolo di Bitcoin - Prezzo: 383,16\$ → 10 giorni dopo → 334,73 – L'Unicode Consortium, un consorzio internazionale di aziende interessate alla interoperabilità nel trattamento informatico dei testi in lingue diverse,

assegna un codice univoco al simbolo della moneta Bitcoin nel sistema di codifica Unicode: "U+20BF BITCOIN SIGN".

52) 8 dicembre 2015 – Wired fa un'altra ipotesi sull'identità di Satoshi Nakamoto - Prezzo: 397,52\$ → 10 giorni dopo → 461,05\$ - Gwern Branwen scrive un articolo, pubblicato sulla rivista statunitense WIRED, anche nota come la Bibbia di Internet, dichiarando di aver scoperto l'identità di Satoshi Nakamoto. Il creatore di Bitcoin sarebbe un uomo Australiano, tale Craig Wright. Branwen sarebbe riuscito ad avere accesso a una serie di documenti, che lo proverebbero, ma nessuno di questi documenti viene pubblicato. Il Sig. Wright, intanto, al diffondersi della notizia, fa sparire le sue tracce dal web.

5.8. 2016⁹⁵ - Prezzo medio: 534,84\$, Prezzo più alto/più basso: 745 \$/ 350\$ - Variazione %: -72.63

Figura 10



53) 14 gennaio 2016 – Mike Hearn si tira fuori - Prezzo: 431,76\$ → 10 giorni dopo → 397,92\$ - Mike Hearn, amareggiato dai ripetuti attacchi Dos ai danni di XT, degli utenti desiderosi di aderirvi e di chiunque condivida le sue posizioni, pubblica un lungo e dettagliato post su Medium⁹⁶, in cui dichiara il fallimento ideologico del progetto Bitcoin, spiega la necessità di un aumento della dimensione dei blocchi e denuncia i motivi per cui tale aumento non può essere realizzato⁹⁷, dopodichè si congeda per sempre da Bitcoin.

⁹⁵ fino al 23/11/2016

⁹⁶ <https://medium.com/@octskyward/the-resolution-of-the-bitcoin-experiment-dabb30201f7#.1merzo1ns>

⁹⁷ censura nell'ambito della community, centralizzazione delle attività di *mining* in capo a due *mining* pool cinesi, che da soli detengono una quota di mercato pari al 48%: F2Pool e AntPool.

54) 21 febbraio 2016 – Tavola Rotonda - Prezzo: 439,84\$ → 10 giorni dopo → 433,66\$ - Influenti membri della community Bitcoin si incontrano a porte chiuse a Hong-Kong per discutere del futuro piano di sviluppo del Software. All'esito dell'incontro pubblicano una dichiarazione in cui ipotizzano la possibilità di rilasciare una nuova versione del Software che porti le dimensioni dei blocchi della Blockchain a un limite massimo compreso tra 2MB e 4MB. Gli assenti prendono le distanze.

55) 4 aprile 2016 – Nasce OpenBazaar- Prezzo: 420,61\$ → 10 giorni dopo → 426,28\$ - OpenBazaar è un protocollo di e-commerce decentralizzato che consente il commercio online mediante tecnologia peer-to-peer, utilizzando Bitcoin come forma di pagamento. Si tratta di un progetto open source che mira alla creazione di un marketplace completamente libero e decentralizzato, una piattaforma di e-commerce simile a eBay, ma decentralizzata in una rete peer-to-peer, in modo che gli utenti interagiscano direttamente senza intermediari e senza censura.

56) 27 aprile 2016 – Steam accetta Bitcoin -Prezzo: 461,08\$ → 10 giorni dopo → 460,85\$ - La celebre piattaforma di gaming comincia ad accettare pagamenti in Bitcoin nell'ottica di consentire agli utenti privi di carta di credito in tutto il mondo di accedere ugualmente ai prodotti e ai servizi offerti dalla piattaforma.

57) 2 maggio 2016 – Craig Wright dichiara di essere il creatore di Bitcoin -Prezzo: 447,64 \$ → 10 giorni dopo → 454,36\$ - Dopo un lungo periodo di silenzio a partire dalla pubblicazione dell'articolo di WIRED che lo identificava come Satoshi Nakamoto, Craig Wright riappare pubblicando un post sul suo blog in cui dichiara di essere il creatore di Bitcoin. La notizia desta curiosità a livello globale. La community Bitcoin smentisce le argomentazioni di Wright sulla sua presunta identità ma restano ancora molti dubbi.

58) 24 giugno 2016 - Brexit-Prezzo: 748\$ → 10 giorni dopo → 650\$ - La prima conferma ufficiosa da parte della BBC della vittoria del "Leave" non fa neanche in tempo a fare il giro del mondo che il prezzo di mercato di Bitcoin è già al suo picco massimo dopo l'exploit del 2013 mentre tutte le valute standard accusano il colpo al ribasso sui mercati di cambio.

59) 9 luglio 2016 – Secondo Halving Day - Prezzo: 652,14\$ → 10 giorni dopo → 674,03\$. Trascorsi quattro anni, per la seconda volta

dalla nascita di Bitcoin, la ricompensa che i *miners* ricevono per aver risolto i blocchi viene nuovamente dimezzata.

60) 2 agosto 2016 – Attacco a Bitfinex - Prezzo: 594,86\$ → 10 giorni dopo → 591,36\$ - La piattaforma di cambio Bitfinex annuncia la sparizione di 199.756 Bitcoin dai portafogli dei suoi utenti del valore complessivo di 72 milioni di dollari statunitensi a causa di una falla nel sistema di sicurezza.

61) 9 novembre 2016 – il fattore Trump - Prezzo: 726,36\$ → 10 giorni dopo → 749,1\$ - Donald Trump vince le elezioni presidenziali degli Stati Uniti e, mentre le borse registrano un forte calo in molte parti del mondo, il prezzo di Bitcoin aumenta.

6. Conclusioni

Il quadro emerso dalle analisi condotte in questo saggio (prima a livello astratto, poi a livello empirico-induttivo) consente di confermare l'assunto da cui siamo partiti: è allo stato difficile, per una serie di motivi, parificare del tutto Bitcoin alla moneta.

Da un punto di vista strettamente giuridico, questo è dovuto sia all'assenza di un apparato normativo che possa regolarne la funzione di mezzo di adempimento di obbligazione pecuniarie, sia all'assenza di una base consensuale sufficientemente ampia da favorirne una diffusione capillare tale che, pur in assenza di una normazione specifica, possa parificare Bitcoin ad una moneta *de facto* (alla stregua del baht in Laos).

Da un punto di vista empirico-economico, il maggior ostacolo è evidentemente costituito dalla volatilità di Bitcoin, certamente più simile a quella di uno strumento finanziario speculativo che di una moneta⁹⁸. Per poter adempiere alla triplice funzione di unità di conto, mezzo di pagamento e mezzo di accumulo di ricchezza una moneta deve essere il più possibile stabile, per non disorientare le persone nella percezione dei valori, per non indurre criticità nei casi in cui tra il momento in cui viene stabilito un ammontare monetario ed il momento in cui tale ammontare viene pagato trascorra un periodo notevole di tempo (in ossequio al rigore del principio nominalistico) e

⁹⁸ è noto che la sbarra, singola o doppia, che figura nel simbolo di molte monete (€, £, \$) sta ad indicare proprio la stabilità.

per evitare che la moneta accantonata possa subire significative riduzioni di valore nel tempo.

Ovviamente, la volatilità di Bitcoin potrebbe tendere a diminuire una volta che questo si diffonda più capillarmente come mezzo di pagamento; tuttavia, la tendenza deflazionistica, se da un lato è certamente una virtù, da un lato può divenire un problema proprio perché Bitcoin, raro e limitato, tenderebbe a divenire più un bene rifugio che un mezzo normale di adempimento delle obbligazioni pecuniarie.

Proprio nel momento in cui scriviamo queste note, giunge notizia che la Svezia, Paese all'avanguardia nelle transazioni *cashless*, ha intenzione di dotarsi di una valuta virtuale parallela⁹⁹. Con l'*imprimatur* statale, questa potrebbe certamente essere moneta a tutti gli effetti. Forse, parafrasando una frase convenzionale ma efficace, il futuro di Bitcoin è già iniziato.

99

http://www.repubblica.it/economia/2016/11/20/news/la_svezia_pensa_a_costruirsi_la_sua_moneta_virtuale-152149121/

NPLs: dal gambling degli investitori al fair play della GACS

SOMMARIO: 1. Introduzione; 2. Verso una nuova riforma della regolamentazione bancaria?; 3. Gli interventi in materia di crediti deteriorati: la GACS; 4. Conclusione.

1. Il grave problema che sta interessando il credito bancario in Italia non è una recente novità, sebbene, in passato, fosse più marginale rispetto a quanto non lo è ora.¹ Le varie riforme che si sono susseguite, specialmente a livello internazionale ed europeo², in materia di regolamentazione bancaria e finanziaria hanno, da un lato, aumentato i requisiti patrimoniali richiesti agli istituti di credito e, dall'altro, reso più complessa l'attività bancaria, in particolare quella tradizionale di intermediazione finanziaria.

Sia l'enorme massa di crediti deteriorati³, presenti, in misura più o meno consistente, nei bilanci dei vari istituti di credito operanti nel territorio italiano sia i continui aggiornamenti in materia di *regulation* bancaria, specialmente con riferimento alla valutazione qualitativa e quantitativa di capitale, rendono, infatti, molto difficoltoso l'esercizio di tale attività. Essa, oltretutto, è resa più complessa dal perdurare dei bassi tassi di interesse, che limitano fortemente la redditività degli istituti di credito, quale conseguenza della politica ultra espansiva della Banca Centrale Europea (BCE), nel tentativo di raggiungere i *target* di inflazione.

¹ Il problema dei crediti deteriorati è conseguenza diretta della grave crisi, prima finanziaria, poi economica, che ha riguardato le economie di tutto il mondo. Per una lettura della crisi finanziaria che ha riguardato l'Europa v. L.S. TALANI (ed), *Europe in Crisis. A Structural Analysis*, Palgrave Macmillan, London, 2016, p. 11 ss.

² Per un esame dell'architettura istituzionale che riguarda il complesso sistema della regolamentazione bancaria e finanziaria dell'Unione Europea v. Ead, *op. cit.*, 89 ss.

³ Secondi i dati di Banca d'Italia a settembre 2016 le sofferenze lorde erano pari a 198,922 miliardi di euro. Le sofferenze nette, invece, erano pari a 85,131 miliardi di euro

Il progressivo e continuo inasprimento dei requisiti patrimoniali⁴ richiesti alle banche, volti a fronteggiare i rischi ai quali esse sono esposte, in particolare quello di credito, e ad affrontare in maniera più solida e pronta eventuali futuri *shock* finanziari, non sembra, ancora, aver trovato una soluzione definitiva.

2. L'attuale sistema normativo, in materia di regolamentazione bancaria, si fonda, principalmente, sul Regolamento (UE) n. 575/2013 (di seguito, anche, "CRR")⁵ e sulla Direttiva 2013/36/UE (di seguito, anche, "CRD IV")⁶ con i quali sono state introdotte nell'Unione Europea, nel dicembre 2010, le regole elaborate dal Comitato di Basilea⁷ per la vigilanza bancaria, poi successivamente modificate e integrate, al fine di implementare un sistema di regole idoneo sia a prevenire sia ad affrontare nuove crisi finanziarie.⁸

Tali interventi hanno apportato alcune significative novità⁹ tra le quali si ricordano (i) la necessità di accrescere sia la quantità sia la qualità del capitale; (ii) gli interventi relativi al rischio di liquidità; (iii) la previsione di specifici *buffer* di capitale¹⁰; (iv) nuovi obblighi informativi annuali¹¹.

L'attuale sistema regolamentare prevede, relativamente ai diversi tipi di rischio cui è sottoposto un istituto bancario, due differenti tipologie di calcolo del requisito patrimoniale: (i) il metodo

⁴ S. VALDEZ – P. MOLYNEUX, *An Introduction to Global Financial Markets*, 7^a ed., Palgrave Macmillan, London, 2013, p. 39 ss.

⁵ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

⁶ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

⁷ V. http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf, ultimo accesso 22 novembre 2016

⁸ Per un commento in merito alle novità introdotte dalla c.d. Basilea III v. S. McEVAN, *Perspectives on Basel III*, in *International Financial Law Review*, vol. 29, 10, pp. 51 - 53

⁹ V. N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^a ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 381 ss.

¹⁰ Ead, *op. cit.*, p. 393

¹¹ Ead, *op. cit.*, p. 396

standardizzato; (ii) il metodo dei *rating* interni (c.d. IRB – *Internal Rating Based*).¹²

Tale sistema, però, potrebbe essere rapidamente modificato.

Il Comitato di Basilea, infatti, sta elaborando una nuova riforma in materia di vigilanza bancaria, che dovrebbe emendare la c.d. Basilea III, con l'obiettivo, tra le altre cose, di dare maggiore spazio al metodo di calcolo standardizzato.

I nuovi parametri che potrebbero essere introdotti con l'implementazione di Basilea IV, entro fine anno, e il conseguente accantonamento, se non l'eliminazione, dei modelli interni, al fine del calcolo delle differenti tipologie di rischio (di mercato, di credito e di controparte e operativo) a favore di modelli standardizzati, congiuntamente all'applicazione di *floor*¹³, potrebbero comportare la necessità di nuovi accantonamenti e ancora, al fine di reperire nuova liquidità, di aumenti di capitale.¹⁴

Alla luce di una vigilanza bancaria sempre più invasiva, risulta decisivo, per gli istituti di credito italiani, risolvere il problema dei crediti deteriorati, attraverso gli strumenti giuridici elaborati dal legislatore nell'ultimo anno, al fine di riprendere in maniera più vigorosa l'attività di intermediazione finanziaria e favorire, di conseguenza, la ripresa economica.

3. Il legislatore, nel corso di quest'anno, è intervenuto, a più riprese, al fine di introdurre nell'ordinamento giuridico italiano strumenti idonei, da un lato, ad affrontare il problema dei crediti deteriorati¹⁵ e, dall'altro, a tutelare i finanziatori (c.d. *lender*) in chiave preventiva.

¹² S. VALDEZ – P. MOLYNEUX, *op. cit.*, p. 38 - 39

¹³ V. M. Pavoni, Basilea IV: la fine dei modelli interni? – prima parte, disponibile su <https://www.finriskalert.it/wp-content/pdf/Newsletter-26-2016.pdf>, ultimo accesso 21 novembre 2016

¹⁴ *cfr.* R. Barlaam, *Basilea 4, rischio aumento requisiti di capitale*, disponibile su http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-09-14/basilea-4-rischio-aumento-requisiti-capitale-063827_PRV.shtml?uuid=ADppW4JB, ultimo accesso 22 novembre 2016

¹⁵ La BCE ha pubblicato, in data 12 settembre 2016, una bozza di documento contenente le linee guida sulla gestione dei NPLs e ha aperto, allo stesso tempo, una consultazione pubblica su tale documento al fine di ricevere commenti. Tale consultazione si è chiusa il 15 novembre 2016.

Questo secondo aspetto è stato affrontato con l'introduzione del d.l. 59/2016 convertito con modificazioni dalla L. 30 giugno 2016, n. 119. Esso ha disciplinato gli istituti del pegno mobiliare non possessorio¹⁶ e del finanziamento alle imprese garantito da trasferimento di bene immobile sospensivamente condizionato (c.d. patto marciano)¹⁷ nonché introdotto alcune misure volte ad un recupero più celere dei crediti bancari e non, anche in sede giudiziale.

Il primo, invece, data l'impossibilità di adottare una soluzione sistemica simile a quella di altri Paesi dell'Unione Europea¹⁸ (in particolare Spagna, Irlanda e Germania) è stato affrontato dal legislatore tramite l'implementazione di un dettagliato e complesso sistema di cartolarizzazione dei crediti deteriorati, assistito, come vedremo successivamente, da una garanzia statale. Tale sistema, disciplinato dal d.l. 14 febbraio 2016, n. 18 (di seguito, anche, il "Decreto"), convertito con modificazioni dalla L. 8 aprile 2016 n. 49¹⁹, prende il nome di GACS (garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze).

https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/npl/npl_guidance.en.pdf.

Per un approfondimento sulle linee guida elaborate dalla BCE v. L.A. PONZIO, *Inquadramento della consultazione concernente le Linee Guida per le Banche sui crediti deteriorati avviata dalla Banca Centrale Europea*, disponibile su <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/npl/inquadramento-della-consultazione-concernente-le-linee-guida-le-banche-sui-crediti-deteriorati>

¹⁶ Per un approfondimento specifico su questo strumento, introdotto dal legislatore con il d.l. 59/2016 convertito con modificazioni dalla L. 30 giugno 2016, n. 119, v. L. ALBARANI – E. NOTARANGELO, *Il pegno mobiliare non possessorio: riflessioni sulla nuova garanzia*, disponibile su <http://www.dirittobancario.it/news/garanzie/il-pegno-mobiliare-non-possessorio-riflessioni-sulla-nuova-garanzia>, ultimo accesso 20 novembre 2016

¹⁷ Per un commento su questo istituto v. M. BUONGIORNO – E. NOTARANGELO, *L'art. 48 bis T.U.B. Prime note a margine dell'introduzione del patto marciano nel nostro ordinamento*, disponibile su <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/garanzie/l-articolo-48-bis-tub-prime-note-margine-dell-introduzione-del-patto-marciano-nel-nostro-ordinamento>, ultimo accesso 20 novembre 2016

¹⁸ Per approfondire come è stato affrontato e risolto il problema dei crediti deteriorati in Spagna v. Frob – Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, 2012, "Asset Management Company for Assets Arising from Bank Restructuring"

¹⁹ La GACS è stata introdotta con d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con modificazioni dalla L. 8 aprile 2016, n. 49

Esso prevede la costituzione, da parte di ogni istituto di credito interessato, di una società veicolo o S.P.V. (c.d. *special purpose vehicle*) la quale acquisterà un certo numero di crediti in sofferenza dalla società madre attraverso l'emissione di obbligazioni garantite proprio da tali crediti (c.d. *asset backed securities*).²⁰

L'art. 1 del d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con modificazioni dalla L. 8 aprile 2016, n. 49, circoscrive la possibilità di realizzare tali operazioni alle banche aventi sede legale in Italia e agli intermediari finanziari di cui all'art. 106 T.U.B. L'ampliamento dei soggetti, potenziali destinatari di tali disposizioni, avvenuto con la conversione in legge del Decreto di cui sopra, rappresenta, sicuramente, un elemento di sicuro interesse poiché consente l'utilizzo dello strumento finanziario – giuridico in commento da parte di un numero di soggetti più ampio.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze (di seguito, anche, "MEF") è autorizzato a rilasciare la garanzia dello Stato, sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 della L. 30 aprile 1999, n. 130, per un periodo di diciotto mesi dalla data di entrata in vigore del Decreto e con proprio decreto potrà estenderlo, tramite autorizzazione della Commissione Europea, per ulteriori diciotto mesi.

La S.P.V. deve emettere, come specificato nel Decreto, due differenti classi di titoli.

Una *senior* con priorità a ricevere il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale investito e una *junior* che, invece, da diritto agli investitori a ricevere il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale subordinatamente al soddisfacimento degli obbligazionisti *senior*.

La medesima società veicolo ha la facoltà di emettere una categoria intermedia di titoli, c.d. *mezzanine*, che da diritto al pagamento degli interessi subordinatamente alla classe *senior* ma anteriormente a quella *junior*. Il Decreto, inoltre, prevede che il pagamento degli interessi dei titoli *mezzanine* possa essere antergato al rimborso del capitale dei titoli *senior*.

²⁰ Per un approfondimento sul tale figura v. J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford University Press, Oxford, 2007, p. 401 ss.

L'art. 7 del Decreto evidenzia l'ordine di priorità dei pagamenti senza specificare se esso si applichi anche in caso di *post – acceleration priority of payments* e *post – enforcement priority of payments*. Il decreto attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3 agosto 2016 (di seguito, anche, il “decreto attuativo”)²¹ non chiarisce definitivamente tali aspetti. Infatti, l'art. 3 di tale decreto individua le caratteristiche dei titoli *senior* e specifica che essi, per essere considerati tali, in una delle due situazioni sopra descritte, devono ricevere pagamenti per capitale e interessi in via prioritaria rispetto alle altre classi della stessa emissione. L'art. 4, però, prevede che in caso di *post – acceleration priority of payments* e *post – enforcement priority of payments* “non devono risultare pagamenti sovraordinati ai titoli *senior* diversi da quelli previsti dall'art. 7 del decreto legge” (tra i quali figura il pagamento degli interessi dei titoli *mezzanine*). In sostanza, la possibilità di antergare il pagamento degli interessi dei titoli *mezzanine* rispetto al rimborso del capitale dei titoli *senior*, in una delle due situazioni patologiche sopra accennate, non dovrebbe trovare applicazione concreta poiché, di conseguenza, si creerebbe un contrasto con l'art. 3 del decreto attuativo.

La GACS è incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta. È concessa con decreto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze dietro presentazione di apposita domanda²² da parte della banca cedente e, come specificato nel Decreto, copre il pagamento degli interessi e del capitale investito dei titoli *senior* per tutta la loro durata.

Nell'ambito della strutturazione di un'operazione di cartolarizzazione di crediti in sofferenza possono essere emesse più *tranche* di titoli *senior* delle quali solo alcune assistono dalla GACS.

²¹ Per una dettagliata analisi delle disposizioni del decreto attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3 agosto 2016 v. A. VISAGGIO, *GACS: le novità del Decreto del MEF in materia di garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, disponibile su <http://www.dirittobancario.it/news/finanza/gacs-le-novita-del-decreto-del-mef-materia-di-garanzia-sulla-cartolarizzazione-delle-sofferenze>, ultimo accesso 21 novembre 2016

²² Il decreto attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3 agosto 2016 relativo al “Fondo di garanzia di cui all'art. 12, comma 1, del decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, convertito, con modificazioni, dalla legge 8 aprile 2016, n. 49, recante disciplina in materia di garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS), disciplina in maniera dettagliata l'*iter* attraverso il quale la banca cedente può ottenere il rilascio della GACS.

Questo comporta una maggiore rischiosità dell'investimento sostenuto dai detentori di titoli *senior* non assistiti dalla garanzia statale e, pertanto, il conseguimento di un premio maggiore.

Ai fini del rilascio di tale garanzia è necessario che i titoli *senior* ottengano, preventivamente, l'assegnazione di un *rating investment grade*, da parte di una delle agenzie riconosciute dalla BCE al 1° gennaio 2016.

L'art. 8 del Decreto specifica le condizioni di efficacia della garanzia in oggetto e prevede, oltre all'onerosità della garanzia, che “*essa diviene efficace solo quando la banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più uno dei titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei titoli junior e, ove emessi, dei titoli mezzanine*” che consenta la *derecognition* dei crediti dell'operazione oggetto di cartolarizzazione. Il decreto attuativo, all'art. 7, disciplina, nel dettaglio, le linee temporali per il completamento di tali operazioni e prevede che il mancato avveramento di quanto evidenziato entro dodici mesi dalla data di adozione del decreto di concessione della garanzia dello Stato determina la decadenza dall'ammissione al beneficio della garanzia.

Uno dei punti più controversi della trattativa tra il Governo italiano e la Commissione Europea, al fine della strutturazione dell'operazione in commento, ha avuto ad oggetto il corrispettivo della garanzia dovuto allo Stato per il rilascio della medesima. Il meccanismo, delineato all'art. 9 del d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con modificazioni dalla L. 8 aprile 2016 n. 49, prevede un articolato sistema per il quale occorre fare riferimento al prezzo dei *credit default swaps* (di seguito, anche, “CDS”) riferiti ai singoli emittenti italiani che abbiano un grado di giudizio pari a quello dei titoli garantiti. Al comma 3 del medesimo articolo è prevista una maggiorazione laddove i titoli non siano stati completamente rimborsati entro la fine del terzo o del quinto anno dal rilascio della GACS.²³

²³ C. FISCALE, *GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) - Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs*, disponibile su <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/finanza/gacs-garanzia-cartolarizzazione-sofferenze-lo-schema-di-garanzia-statale-italiano-i-titoli-senior>, 2016, ultimo accesso 20 novembre 2016

Il Decreto determina, inoltre, il prezzo di cessione delle sofferenze. L'art. 4, comma 1, lett. a), dello stesso specifica che “*i crediti oggetto di cessione sono trasferiti alla società cessionaria per un importo non superiore al loro valore contabile netto alla data della cessione (valore lordo al netto delle rettifiche)*”.²⁴

L'escussione della garanzia può essere esercitata nelle forme, nei modi e nei tempi stabiliti dall'art. 11 del Decreto. In particolare, è necessario, da un lato, il rispetto di un limite temporale di nove mesi dalla data di scadenza del titolo *senior*, del quale non siano stati pagati, anche parzialmente, gli interessi o il capitale, e, dall'altro, in caso di mancato pagamento che perduri per oltre sessanta giorni dalla data di scadenza per l'adempimento, i detentori, di concerto tra loro e tramite il rappresentante degli obbligazionisti (di seguito, anche, “R.O.N.”), inviano alla società cessionaria richiesta di pagamento. Solamente trascorsi trenta giorni dall'invio di tale richiesta, i medesimi detentori, di concerto con il R.O.N., possono richiedere l'intervento della garanzia statale.

Il decreto attuativo disciplina, da ultimo, i casi di inefficacia della garanzia.²⁵ Essa è prevista nel caso in cui la medesima garanzia (i) sia stata rilasciata sulla base di “*atti o dichiarazioni che siano risultati mendaci, inesatti o incompleti*”; (ii) sia stato revocato l'incarico al soggetto demandato alla riscossione e questo abbia comportato un *downgrade* del giudizio di merito da parte della società di *rating*; (iii) “*siano stati modificati il regolamento dei titoli o il contratto dell'operazione in difformità con quanto previsto dal decreto legge*” e dal decreto attuativo.

²⁴ Il decreto attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3 agosto 2016 specifica, ulteriormente, l'aspetto concernente il prezzo di cessione dei crediti oggetto di cartolarizzazione e prevede che “essi sono trasferiti alla Società di cartolarizzazione per un importo aggregato non superiore al valore lordo aggregato, al netto delle rettifiche e comprensivo di eventuali incassi rivenienti dagli stessi crediti e di competenza della Società di cartolarizzazione, percepiti dalla Società cedente tra la data di definizione del valore contabile e la data di trasferimento, come attestato dalla Società cedente sulla base delle scritture contabili”

²⁵ L'art. 8 del decreto attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3 agosto 2016 prevede che l'inefficacia è dichiarata con provvedimento del Ministro dell'Economia e delle Finanze, nel rispetto della legge 241/1990, tenuto conto delle risultanze dell'istruttoria del gestore

4. Sebbene la GACS non possa essere ritenuta una soluzione di sistema, rappresenta, ad ogni modo, un passo in avanti nella risoluzione del problema delle sofferenze bancarie.

Il problema principale risiede, primariamente, nel suscitare l'interesse in questo strumento da parte degli investitori, fermo restando che la GACS copre, in teoria, la parte più piccola dell'emissione, ossia quella composta dai titoli *senior*.

La conversione in legge del Decreto ha sicuramente chiarito alcuni aspetti critici e accolto alcune delle proposte che erano state elaborate in seguito alla sua emanazione, tra le quali l'allargamento agli intermediari finanziari *ex art. 106 T.U.B.* delle disposizioni del Decreto, ma restano aperti, ancora, alcuni interrogativi.

Uno di questi riguarda la possibilità, da parte degli investitori, di utilizzare i titoli *senior* come *collateral* nell'ambito delle operazioni di finanziamento presso la BCE. Possibilità che aumenterebbe l'interesse degli investitori in questo strumento.

Preme evidenziare, in conclusione, che l'introduzione della GACS e l'intervento del Fondo Atlante, seppur provvisto di risorse limitate, potranno, sicuramente, dare un contributo importante alla gestione del problema dei *non – performing loans* e permettere, finalmente, attraverso il deconsolidamento degli stessi dal bilancio degli istituti bancari, una ripresa più vigorosa dell'attività di concessione di mutui e prestiti e, di conseguenza, della redditività.

Il concetto giuridico di compound interest (o anatocismo) in una analisi comparata con il *common law* britannico

SOMMARIO: 1. L'etimologia di un concetto giuridico; 2. L'epistemologia di un concetto giuridico: tradizione di diritto romano ed aspetti di analisi diacronica; 3. L'interesse composto secondo il *common law*; 3.1. La logica dell'interesse composto in Inghilterra ed il suo sviluppo storico nella giurisprudenza; 3.2. La "legislazione" Britannica in tema di *compound interest*; 3.3. La Gran Bretagna e l'interesse composto: una sintesi ad una analisi critica; 4. L'interesse composto secondo il diritto civile: il caso Italia; 4.1. Il codice civile italiano e la regola di invalidità dell'interesse composto; 4.2. La validità dell'interesse composto nel codice civile italiano; 4.3. L'interesse composto e la legislazione bancaria italiana; 5. Conclusioni.

1. L'etimologia di un concetto giuridico

L'espressione "*compound interest*", o "interesse composto" è ampiamente preferita nel suo uso nel *common law* e più in generale nella lingua inglese, mentre nei diritti del "Continente" si è optato per il più ricercato termine *anatocisme* (in Francia) o *anatocismo* (in Spagna e in Italia), di più chiara origine latina. A sua volta, il termine latino *anatocisum* è derivato dal greco antico dove la parola è composta da *ana* e *toko*; la prima si traduce letteralmente in "sopra", mentre la seconda ha il significato di "prodotto" e trae origine, sebbene più lontanamente, dal verbo "tirko", cioè "produrre".

Da un punto di vista più strettamente giuridico, la parola anatocismo e il suo collegamento con l'espressione "interesse composto" sono in qualche modo intuitivi e comprensibili. L'anatocismo o, a citare la terminologia inglese, il *compound interest* evocano un accordo o, in alcuni casi, semplicemente un uso in forza del quale l'interesse viene calcolato non soltanto sul capitale originariamente prestato¹ ma anche sugli interessi relativi ai periodi precedenti che, pertanto, al termine di ogni periodo (periodo di capitalizzazione), vanno a sommarsi al capitale originario. Da un punto di vista meramente economico l'applicazione dell'interesse composto non pone il debitore in una posizione particolarmente favorevole, sia o meno egli un prenditore di prestito o un garante o

¹ Il latino *sors*.

una qualsiasi persona obbligata a rimborsare un'obbligazione pecuniaria al creditore. Questo concetto è di quelli topici che, quando esaminati nel contesto di un'analisi comparativa, portano alla luce le più intriganti discrepanze tra *common law* e *civil law*, in specie tra due giurisdizioni, quella inglese e quella italiana.

Alla luce di ciò, l'analisi si svilupperà attraverso una discussione su aspetti riguardanti sia le fonti legislative sia rilevanti precedenti giudiziari nell'una e nell'altra giurisdizione. La teoria che, da ultimo, verrà corroborata porrà in evidenza il fatto che, con riguardo allo *ius positum*, le due giurisdizioni non soltanto sono diametralmente in contrasto, ma che una possibile loro convergenza, sotto questo aspetto, è ben lungi dal poter divenire realtà, almeno in un prossimo futuro. In tale ambito, il loro antenato, rappresentato dal diritto romano, verrà usato come strumento epistemologico, al fine di lumeggiare peculiarità ed incongruenze di ciascuno dei due moderni sistemi giuridici in esame.

2. *L'epistemologia di un concetto giuridico: tradizione di diritto romano ed aspetti di analisi diacronica*

L'argomento dell'interesse composto rivela evidenti ed interessanti legami con il passato e, sorprendentemente, anche una inaspettata dipartita dallo stesso suo antenato e pertanto dal diritto romano.

L'usura o *usurae supra duplum*, un fenomeno per certi versi connesso con l'interesse composto, era proibito nel periodo repubblicano: la *Lex Genucia*, che risaliva al 342 a.C., vietava la pratica, laddove una successiva *Lex Marcia*, probabilmente datata 104 a.C., puniva gli usurai con la *manus iniectio pura*.² Non solo: le clausole usuarie erano riconosciute come illecite se la relativa clausola era dedotta nel contratto.

Come sottolineato a livello dottrinale,³ la proibizione tanto dell'usura (in particolare l'interesse pari al doppio del valore del

² E. Volterra, *Istituzioni di Diritto Privato Romano* (Edizioni Ricerche 1961) 483.

³ A. Cherchi, *Ricerche sulle 'Usurae' Convenzionali nel Diritto Romano Classico* (Jovene Editore 2012) 143-156.

capitale) quanto dell'anatocismo è ascrivibile ad una citazione di Ulpiano:⁴

'Supra duplum autem usurae et usurarum usurae nec in stipulatum deduci nec exigi possunt et solutae repetuntur, quemadmodum futurarum usurarum usurae'.⁵

Allo stesso modo, Cicerone⁶ menziona che anche il Senato romano (*senatus consultum*), in epoca repubblicana, espresse il deciso divieto della pratica dell'anatocismo. Ciò che nel periodo classico era proibito erano le *futarum usurarum usurae*, ossia l'imputazione a capitale (il latino *sors*) dei relativi interessi non ancora maturati di un interesse se esso e il relativo capitale non fossero ancora scaduti.⁷ E' verosimile pensare che una tale ragione sia riconducibile al fatto che il creditore non può imputare alla *sors* un interesse se il debitore non è ancora tenuto ad un'obbligazione di restituirla. L'estratto di Ulpiano sembra suggerire che erano proibite anche le *usurarum usurae* e dunque era proibito il semplice anatocismo, inteso come capitalizzazione di un interesse su un capitale quando il capitale medesimo è già scaduto. Tuttavia, il riferimento in questione potrebbe essere stato interpolato in epoca successiva, durante il periodo giustiniano.⁸ Dunque, verosimilmente, nel periodo classico, erano vietate le *futarum usurarum usurae*, ma non le *usurarum usurae*.

Nella successiva età giustiniana, tuttavia, le *usurae* divennero un concetto autonomo, indipendente dalla *usura supra duplum* e quindi dall'interesse che eccede l'ammontare del capitale.⁹ In particolare, le

⁴ Ulpiano, 26 ad ed. D. 12.6.26.1.

⁵ Fondamentalmente: 'L'interesse superiore ad almeno due volte il capitale come anche l'interesse composto non possono essere stipulati, ne' la restituzione è possibile, e gli interessi usurari già pagati non possono essere restituito, se o meno il capitale è dovuto.'

⁶ Cicerone, ad Att., 5, 21, 12. Viene ricordato (E. Volterra (n. 2) pag. 484) che il divieto era stato preceduto da una sentenza che proibiva l'interesse composto mensile.

⁷ Vedi A. Cherchi, *Ricerche sulle 'Usurae' Convenzionali nel Diritto Romano Classico* (Jovene Editore 2012), pag. 144. Vedi anche E. Volterra (n. 2) pagg. 483-484.

⁸ Ciò sembra essere suggerito da alcuni autori: eg A. Guarino, *Diritto Privato Romano* (Jovene Editore 2001) 800. *Contra*: G. Cervenca, 'Sul Divieto delle cd. "Usurae Supra Duplum"' (1971)II Index 291 ss.

⁹ A. Pikulska, 'Anatocisme. C. 4,32,28,1: "Usuras Semper Usuras Manere"' (1998)45 *Revue Internationale des Droits de l'Antiquite*, pagg. 429-449; A. Murillo

usurarum usurae, anche se non *futurarum* (quindi, a prescindere dal fatto che il capitale fosse o meno scaduto), furono senz'altro proibite.¹⁰

3. *L'interesse composto secondo il common law*

3.1. *La logica dell'interesse composto in Inghilterra ed il suo sviluppo storico nella giurisprudenza*

L'interesse composto, nel *common law*, particolarmente in quello inglese, si basa su di una finzione, la quale può così sintetizzarsi: per una somma di denaro prestata dalla banca al cliente, il rimborso del capitale e del relativo interesse maturato viene effettuato a scadenza con la concessione contestuale, per il periodo seguente, di un nuovo prestito comprendente il capitale originario e l'interesse (i.e. il compenso) già maturato sul detto capitale; in tal modo, l'interesse maturato viene capitalizzato per il periodo successivo.

Storicamente, questa pratica risale al tempo in cui, in Gran Bretagna, vi era una specifica legislazione che vietava i tassi usurari. Secondo la norma allora in vigore, di natura penale ed incardinata in una legislazione del 1545,¹¹ era vietato applicare tassi di interesse eccedenti una certa soglia, inizialmente pari al 10 per cento annuo. Questo tasso, nei secoli seguenti e fino al 19° secolo, fu ripetutamente ridotto dalla legislazione inglese e, da ultimo, fu fissato in un più modesto e meno remunerativo (ovviamente per le banche) tasso del cinque per cento annuo. Di conseguenza, qualsiasi contratto che avesse previsto un tasso percentuale di interesse eccedente il limite legale sarebbe stato subito annullato; inoltre, qualsiasi banchiere che, per uno specifico prestito, avesse superato il limite di tasso previsto

Villar, 'Anatocismo. Historia de una Prohibición' (1999)69 Anuario de Historia del Derecho Español, pagg. 497-518.

¹⁰ L'aggettivo "composto", ora associato al sostantivo "interesse" nella lingua inglese, può rivelare l'eredità dell'"anatocismo composto" esistente nella legge romana. Vedi A. Cherchi, *Ricerche sulle 'Usurae' Convenzionali nel Diritto Romano Classico* (Jovene Editore 2012) *passim*.

¹¹ Come ricordato da Lloyd LJ in *National Bank of Greece S.A. v Pinios Shipping Co.* [1989] 3 W.L.R. 1330 al paragrafo 653. Più in particolare, la legge in questione è il *Usury Act 1545* (37 Hen 8 c 9).

dalla legge, sarebbe stato considerato potenziale autore di una violazione di tipo penale.

Per eludere i succitati limiti di tasso, i banchieri di Oltre Canale fecero ricorso allo stratagemma ovvero alla finzione sopra descritta, per cui allo spirare di uno specifico periodo (semestre o anno), il rimborso avveniva con contestuale rinnovo del prestito, quest'ultimo pari al capitale originario aumentato degli interessi maturati nel precedente periodo; in tal modo, il mutuante si assicurava una soddisfacente remunerazione del capitale, senza peraltro incorrere nella violazione della legislazione vigente in materia di tasso di interesse applicabile.¹² Formalmente, la banca praticava un tasso che rientrava nei limiti di legge anche sul capitale ricalcolato all'atto del rinnovo, capitale che, peraltro, come detto, non era propriamente tale in quanto, in aggiunta, comprendeva anche l'interesse del precedente periodo di capitalizzazione. Risulta logico e consequenziale che in assenza di tale escamotage - rimborso con contestuale rinnovo del prestito - il tasso di interesse sarebbe risultato verosimilmente usurario. Inoltre, se la banca avesse dovuto calcolare il tasso d'interesse sul semplice capitale, senza capitalizzazione dell'interesse di periodo, non avrebbe avuto altra scelta se non quella di applicare un alto tasso di interesse, sia pure nei limiti di legge.

Malgrado alcune ovvie perplessità di ordine etico, all'inizio questa prassi bancaria fu vista come legale nel *common law*, sebbene con numerosi *caveat* in termini di applicabilità. Come osservato da Lord Cottenham L.C. nel caso *Fergusson v Fyffe*:¹³

“In genere un contratto o promessa per interesse composto non è legale in Inghilterra, ... fatta eccezione probabilmente per i conti correnti commerciali per transazioni reciproche ...”¹⁴

Alcuni decenni prima, all'inizio del 19° secolo, in *Ex parte Bevan*,¹⁵ Lord Eldon aveva di già accennato a questo principio ed ad una possibile validità dell'interesse composto, seppure limitatamente alle transazioni mercantili.

¹² Vedi anche Capitolo 4, oltre ed in particolare la minoritaria, ma persuasiva scuola di pensiero esistente in Italia dove la pratica della capitalizzazione degli interessi nei conti correnti bancari è interpretata allo stesso modo.

¹³ (1841) 8 Cl. & Fin. 121, 140.

¹⁴ Traduzione nostra.

¹⁵ (1803) 9 Ves.Jun. 223,224.

La legge sull'usura fu abrogata più tardi, nel 1854, per effetto dell'*Usury Laws Repeal Act*.¹⁶ Tuttavia, la pratica che si riferisce all'interesse composto, che in una certa misura fu una conseguenza di tale legge, fu mantenuta da allora in poi, nonostante l'intervenuta abrogazione della legge che aveva rimosso la *ratio essendi* di detta pratica elusiva. Non è del tutto chiaro come il processo volto a dare efficacia giuridica alla capitalizzazione degli interessi, in un *corpus iuris* in cui l'usura non era più un fatto penale, si sia realizzato.

Una prima, sebbene timida, apertura in favore dell'interesse composto in epoca post-usura si riscontra nel *decisum* della *Court of Appeal* in *Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft v Banque des Marchands de Moscou*¹⁷. La legalità della prassi di cui trattasi è indirettamente desumibile dalle osservazioni fatte da Scrutton L.J. commentando il caso *Fergusson v Fyffe*.

“La House of Lords in *Fergusson v. Fyffe* considerò l'interesse composto come non pagabile, fatta eccezione probabilmente per conti correnti commerciali per transazioni reciproche”.¹⁸

In sostanza, *Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft* sosteneva che la pratica dell'interesse composto era senz'altro valida in relazione ai conti commerciali bancari. Per transazioni di differente natura, la posizione assunta dalle corti appariva poco chiara, sebbene dal tenore dell'affermazione di Scrutton L.J. risultasse come improbabile una ulteriore estensione di validità della pratica.

Tuttavia, il più recente processo “Pinios”¹⁹ apre un nuovo capitolo nell'atteggiamento dei giudici verso la materia dell'interesse composto. La controversia che vide coinvolta la Pinios Shipping Co. S'incentrava sulla richiesta da parte di un banca di riconoscimento di un credito a interessi composti, nell'ambito di un contratto di costruzione navale. In particolare, al momento della consegna della nave, il pagamento del 70% del prezzo di acquisto era stato dilazionato, avendo Pinios Shipping concordato con i costruttori il pagamento di 14 rate semestrali. Tale residuo pagamento veniva

¹⁶ 17 & 18 Vict c 90

¹⁷ [1931] 4 L.D.B. 293. Vedi anche *Yourell v Hibernian Bank Ltd* [1918] AC 372 (HL).

¹⁸ Ancora, vedi “*Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft*”, n. 17, pag. 295.

¹⁹ *National Bank of Greece S.A. (Appellant) v Pinios Shipping Co. No 1 and Another Respondents* [1989] 3 W.L.R. 1330.

garantito da iscrizione ipotecaria sulla nave a favore dei costruttori e, limitatamente alle prime sei rate, anche dalla *National Bank of Greece SA* la quale, a sua volta, si era protetta acquisendo una seconda ipoteca sulla nave nonché una garanzia personale di un terzo. Tuttavia, a causa di un inadempimento contrattuale dei costruttori, la società Pinios Shipping divenne inadempiente, perciò la Banca fu chiamata a pagare, a sensi della garanzia prestata, le due rate insolute. Nel frattempo, l'imbarcazione era naufragata e l'indennizzo incassato in base all'assicurazione non consentiva a Pinios Shipping di saldare il debito verso la Banca che, quindi, propose una domanda giudiziale nei confronti di Pinios, chiedendo la restituzione dell'importo non pagato, con l'aggiunta degli interessi. La Corte di Appello decise che, poiché i rapporti contrattuali con Pinios non contenevano alcuna previsione in materia di interessi composti, il diritto della Banca al calcolo anatocistico cessava nel momento in cui la Banca medesima faceva la domanda di pagamento. Tuttavia, la House of Lords cassò una tale decisione, statuendo in definitiva che il diritto della Banca a calcolare interessi composti si estendeva anche al periodo successivo.

Il *decisum*, che in una valutazione non propriamente giuridica può essere giudicato favorevole nei confronti delle banche, cambia sottilmente la posizione del *precedent Deutsche Bank*. In sostanza, il principio di tale *decisum* è che il periodo di tempo previsto per il calcolo dell'interesse composto è strutturato quale naturale conseguenza di un contratto esistente tra una banca e un cliente, non necessariamente di natura mercantile ma di qualsiasi natura, dunque con il suo uso esteso anche a transazioni non esclusivamente connesse con i conti bancari. Tuttavia, nel *decisum* "Pinios" è chiaramente affermato che la clausola di interesse composto è implicita solo per le transazioni mercantili, mentre negli altri casi, dunque verosimilmente quelli riguardanti transazioni con consumatori, è necessario che essa sia esplicitata e faccia riferimento ad uno specifico periodo di tempo (il *rest*) affinché l'interesse composto possa ritenersi valido ai fini della sua applicazione.²⁰

²⁰ Per commenti su 'Pinios', si veda F.A. Mann, 'Problems of Compound Interest' (1990) 106 *Law Quarterly Review* 176-179; D.A. Kingsford-Smith, 'The Banker's Right to Compound Interest' [1990] *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly* 489-491.

Un altro principio introdotto e sancito dal *dictum* “Pinios” è che l’interesse composto può essere addebitato non solo fino al momento in cui la banca chiede il pagamento, in quanto il conto è chiuso, ma anche in periodi successivi, nelle circostanze in cui l’ammontare dovuto non è stato completamente rimborsato. I commenti di Lord Goff of Chieveley in proposito sono meritevoli di considerazione: se la banca ha il diritto di capitalizzare gli interessi, “non sembra esserci in punto di diritto e di logica alcuna ragione per interrompere quel diritto semplicemente perché la banca ha chiesto il pagamento della somma risultata a debito nel conto del cliente.”²¹

Per completezza di analisi, è opportuno menzionare che le corti inglesi hanno in passato statuito in merito alla nozione di *compound interest* anche in connessione con la restituzione di somme pagabili per errore e, dunque, per somme di ingiustificato arricchimento (*unjust enrichment*). In *Sempra Metals Lts v Inland Revenue Commissions*²² la corte riconobbe gli interessi, semplici o composti, per danni connessi a richieste giudiziali di pagamento per debiti non pagati come anche per violazione di termini contrattuali (*breach of contract*) o, più genericamente, per illeciti extracontrattuali (*action in tort*). Tuttavia, più recentemente, la dottrina britannica²³ ha affermato che questa decisione erroneamente usa l’anatocismo per istanze di calcolo del danno (contrattuale o non), laddove il diverso approccio (*time value of money*, dunque il valore del denaro nel tempo), fatto proprio da più recenti *decisa*,²⁴ sembra essere il più persuasivo.²⁵

Inoltre, un dilemma circa la possibilità di addebitare l’interesse composto esclusivamente per periodi annuali ovvero anche per periodi semestrali, fu risolto da una ulteriore decisione della corte in merito al

²¹ *National Bank of Greece S.A. (Appellant) v Pinios Shipping Co. No 1 and Another Respondents* [1990] 1 AC 637 (HL).

²² [2007] UKHL 34, [2008] 1 A.C. 561.

²³ M. Hsiao, ‘A Shift in the Objective Measure of the Time Value of Money’ (2015)23 *Restitution Law Review* 92-105.

²⁴ *Benedetti v Sawiris* [2013] UKSC; [2014] A.C. 938.

²⁵ Il collegamento fra azione *quantum meruit* per ingiustificato arricchimento (*unjust enrichment*) e la nozione di anatocismo sembra essere una peculiarità di *common law*. Tuttavia, non tiene conto del fatto che l’anatocismo è un meccanismo di natura meramente bancaria, poco adatto ad una estensione ad azioni di natura risarcitoria.

caso *Kitchen v HSBC Bank plc* [2000].²⁶ Fu sostenuto che l'uso di periodi trimestrali può essere visto come coerente con il funzionamento di una moderna pratica bancaria.

3.2. La "legislazione" Britannica in tema di compound interest

In Gran Bretagna, diversamente da quanto previsto dall'ordinamento italiano, che in questo lavoro viene posto in comparazione,²⁷ la legislazione bancaria non contiene alcuna specifica previsione volta a disciplinare la materia dell'interesse composto.²⁸ Il consumatore bancario, tecnicamente parlando, non è protetto da norme *ad hoc*. Come correttamente suggerito in dottrina,²⁹ il solo macrosistema di norme a salvaguardia del consumatore bancario è quello già in vigore per qualsiasi altro consumatore, comprendente l'*Unfair Contracts Terms Act 1977* (UCTA 1977) e l'*Unfair Terms in Consumer Contracts Regulations 1999* (UTCCR 1999).³⁰ Questi due atti legislativi, molto recentemente, sono confluiti nel *Consumer Rights Act 2015* (CRA 2015).³¹

In merito alla nuova legislazione, la sezione 62, in qualche modo non dissimile da quanto previsto dal precedente UTCCR 1999,³² sembrerebbe contenere una norma che può offrire una qualche protezione alla clientela bancaria. *Mutatis mutandis*, la clausola dell'interesse composto sarà vessatoria e quindi non valida se (a) determina "un significativo squilibrio tra le parti in termini di diritti e di obbligazioni",³³ e (b) le condizioni sono "contrarie al principio della buona fede".³⁴ In tale quadro, naturale conseguenza di una condizione ritenuta essere vessatoria sarà la sua non applicabilità. In base all'art. 62(1), una condizione vessatoria di un contratto del

²⁶ 1 All ER (Comm) 787,791.

²⁷ Vedi il successivo Capitolo 4.

²⁸ Ad esempio il *Financial Services and Markets Act 2000*.

²⁹ E.P. Ellinger, E. Lomnicka e C.V.M. Hare, *Ellinger's Modern banking Law* (OUP 2011), pag. 763.

³⁰ SI 1999 n. 2083.

³¹ Capitolo 15. L'assenso reale a questa parte di legislazione fu dato il 26 marzo 2015 e le relative disposizioni entrarono in vigore il 1° ottobre 2015.

³² In particolare, *Regulation 5(1)*.

³³ Art 62(4).

³⁴ Art 62(4).

consumatore “non è obbligatoria per il consumatore”, sebbene lo stesso consumatore non sia impedito “di fare affidamento sulla condizione ... se il consumatore sceglie di farlo”, ai sensi del successivo art. 62(3).

Dei due aspetti alternativi sopra evidenziati a proposito della clausola dell'interesse composto, quello di cui al punto sub (b) sembrerebbe presentare un rilevante motivo di preoccupazione per il consumatore, considerato che, in Gran Bretagna, la Banca Centrale non ha il potere di stabilire il livello medio di tasso applicabile a specifiche tipologie di operazioni bancarie. In una giurisdizione di diritto civile, il tasso di interesse applicato ad una specifica operazione di finanziamento viene ritenuto usurario se risulta eccedente una certa soglia stabilita tempo per tempo dall'Autorità Nazionale.³⁵ Al contrario, in Gran Bretagna - dove non è giustificato che un'eventuale violazione porti in ogni caso ad un procedimento penale - il consumatore, che volesse promuovere con successo un'azione legale, risulterebbe gravato di un compito decisamente oneroso dovendo egli essere in grado di sostenere che “l'interesse composto applicatogli ha dato luogo ad un significativo sbilanciamento tra le parti per quanto attiene ai diritti ed alle obbligazioni”.³⁶

In verità, una qualche forma di aiuto è offerta al consumatore della banca dal *Lending Code* (di seguito: LC), il codice di condotta promosso sotto l'egida principalmente, dell'Associazione bancaria inglese. Nell'ultima versione di questo codice di condotta,³⁷ si

³⁵ Vedi Banca d'Italia, Tassi effettivi globali medi. In particolare, ai fini della determinazione delle soglie oltre le quali gli interessi sono da ritenersi usurari - per effetto dell'art. 2, L. 108/96 e D.L.vo 70/2011, convertito con modificazioni dalla L. 106/2011 - ai tassi medi rilevati dalla Banca d'Italia (per categoria di operazioni e per classi di importo), aumentati di un quarto, si aggiunge un margine di ulteriori quattro punti percentuali: La differenza tra la soglia così calcolata ed il tasso medio rilevato dalla Banca d'Italia - sulla base delle relative segnalazioni degli intermediari finanziari - non può superare gli otto punti percentuali.

³⁶ La banca potrebbe pur sempre sostenere che l'impatto negativo sul consumatore dell'interesse composto è più che compensato dall'opportunità concessagli al consumatore di accedere al credito.

³⁷ BBA and UK Cards Association, *The Lending Code. Setting standards for banks, building societies, credit cards providers and their agents* (marzo 2011, emendato il 28 settembre 2015) <http://www.theukcardsassociation.org.uk/wm_documents/2011%20Lending%20code%20-%20revised%20Sept%202015.pdf> accesso del 12 ottobre 2015.

raccomanda che qualsiasi tasso di interesse applicato sia esplicitamente comunicato alla clientela e quindi concordato espressamente tra le parti. La norma è compresa all'interno della sezione 5 dell'LC, sotto il titolo "scoperto di conto corrente". Nell'informazione pre-vendita normalmente fornita dall'istituzione creditizia, è precisato anche che ogni consumatore "deve essere informato, qualora rilevanti, degli elementi di dettaglio circa qualsiasi onere a suo carico e il tasso di interesse che gli sarà applicato o, nel caso vengano usati tassi di interesse di riferimento, il metodo di calcolo dell'interesse effettivo e la data relativa nonché l'indice o base per determinare tali tassi di riferimento."³⁸ E' ulteriormente precisato, nella stessa sezione 5, che le banche, sottoscrivendo il LC "possono porre a disposizione dei clienti le informazioni sui tassi di interesse per scoperto di conto" attraverso una linea telefonica, un sito web, informazioni nelle filiali o informazioni da parte del personale.³⁹ Un analogo suggerimento, concernente i tassi di interesse, è diretto ai fornitori di carte di credito al fine di regolare il modo con cui i tassi di interesse per le carte in parola sono addebitati e comunicati alla clientela.⁴⁰

Va da sé che, il LC non pone a carico delle banche obbligazioni legali riguardo al loro modo di operare, sebbene esso agisca come *soft law* di natura etica che i fornitori di servizi, anche quelli del settore bancario per i prestiti a tasso di interesse composto (in altre parole, gli istituti di credito), "sentono" di dover rispettare secondo i principi di equità. E' molto dubbio che il consumatore possa fare affidamento su detto *framework* per citare in giudizio una banca che decidesse di non uniformarsi alle sue linee guida. Allo stato attuale, in particolare alla luce del fatto che nessuna legislazione domestica contiene una norma che impegni i promotori del LC alla protezione del consumatore bancario, qualsiasi azione giudiziaria intrapresa presso le corti sarebbe difficilmente vittoriosa. Come fatto simbolico, al consumatore o a qualsiasi associazione di consumatori resta aperta la sola strada che è quella di usare la non conformità alle linee guida sopra descritte come motivo di discredito della banca. Tuttavia, rimane esplicito che

³⁸ Rule 77.

³⁹ Rule 90.

⁴⁰ Section 6, Rule 113, LC.

l'interesse composto non sia riconosciuto nel LC, essendo trattato all'interno del concetto generale dei tassi di interesse e dei modi con cui sono calcolati. La protezione offerta ad un consumatore bancario in Gran Bretagna, in questa sensibile area di relazione banca-consumatore, resta quindi molto limitata.

3.3. La Gran Bretagna e l'interesse composto: una sintesi ad una analisi critica

In breve, si può affermare che, avendo riguardo alla giurisprudenza e alla relativa legislazione della Gran Bretagna, quattro importanti principi regolano sostanzialmente la materia dell'interesse composto.

- Nel *common law*, la materia di cui si tratta si basa su di una finzione per cui, nel rapporto banca-cliente, al prestito originario fa seguito, allo spirare di ciascun periodo di durata del prestito stesso, un nuovo prestito che comprende capitale e interessi maturati. Questa finzione venne architettata in seguito della legge sull'usura nel 16° secolo e, inizialmente, era un meccanismo legale che consentiva al mutuante di evitare ciò che, diversamente, sarebbe stata l'ovvia perpetuazione di un crimine. Tuttavia, dopo l'abolizione della legge sull'usura verso la metà del ventesimo secolo, l'interesse composto, anziché spirare per "cause naturali", continua a trovare pratica applicazione.

- Solo più di recente, con il caso "Pinios", l'interesse composto, per il semplice fatto di essere stato richiamato per primo nella giurisprudenza,⁴¹ diventa un *genus* autonomo e pienamente riconosciuto. In tale *decisum*, l'interesse composto viene percepito come implicito nelle transazioni commerciali (non soltanto conti correnti), mentre, per essere applicabile alle altre tipologie di operazioni bancarie, è richiesta, per la sua validità, una espressa pattuizione.

- In Gran Bretagna, la protezione del consumatore bancario sull'interesse composto si rinviene esclusivamente nelle leggi emanate per la protezione del consumatore, molto più recentemente racchiuse nel *Consumer Rights Act 2015*, specificatamente nella sua *Section 62*.

⁴¹ *Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft v Banque des Marchands de Moscou* (n. 17).

Detta legislazione è il lascito del precedente UTCCR 1999, in particolare della *Regulation 5*. Tuttavia, le relative disposizioni di legge, sebbene teoricamente applicabili al consumatore bancario, non risultano, di fatto, invocate dinanzi alle corti britanniche, con riguardo alla materia dell'interesse composto.

- Un'ulteriore protezione è offerta al consumatore dalla cornice della *soft law* del *Lending Code* 2011 che prevede per le banche la possibilità di applicare alla clientela l'interesse composto solo nei casi in cui sia stabilito nei contratti uno specifico periodo di tempo;⁴² tuttavia, il LC è ben lungi dal permettere al consumatore bancario un ricorso giudiziario in cui incardinare un reclamo.

4. *L'interesse composto secondo il diritto civile: il caso Italia*

Tra le varie giurisdizioni che teoricamente potrebbero costituire la base di una eloquente comparazione con quella britannica, la giurisdizione italiana fornisce un metro di confronto particolarmente idoneo. La scelta non è casuale: l'Italia è un Paese in cui l'interesse composto è disciplinato dal codice civile. In più, di una specifica legge sono destinatari le banche e gli intermediari finanziari. L'interrelazione tra la detta legge *ad hoc* e quella ordinaria, di cui al codice civile, ha ingenerato nella magistratura italiana una posizione a "serpentina", con diversi e fluttuanti orientamenti che vengono di seguito lumeggiati. In particolare, il diritto italiano - in questo lavoro parametro di comparazione, piuttosto che oggetto di analisi - viene esaminato nei suoi tratti evolutivi, con la conseguente semplicità dell'analisi e dei riferimenti dottrinali.

4.1. *Il codice civile italiano e la regola di invalidità dell'interesse composto*

Il modo in cui l'interesse composto è disciplinato dal codice civile sembrerebbe essere abbastanza lineare. Secondo l'art. 1283 c.c., l'interesse dovuto non può usualmente essere aumentato di un interesse addizionale; di conseguenza, l'interesse composto non è applicabile. L'interesse corrispettivo che generalmente matura su una

⁴² Vedi in particolare section 4 e section 5 Lending Code.

qualsiasi somma dovuta dal debitore al creditore⁴³ è calcolato, tempo per tempo, sul capitale originario; tuttavia, il capitale non dovrà comprendere l'interesse futuro, né quello corrispettivo o di mora.⁴⁴ Di conseguenza, qualsiasi clausola contrattuale che preveda l'interesse composto sarà ritenuta non valida, come recentemente affermato dalla Cassazione⁴⁵.

Nonostante il principio generale di invalidità dell'interesse composto, due eccezioni sono di solito concesse: la prima è prevista dallo stesso codice civile ed è esaminata nel successivo paragrafo 4.2; la seconda dalla legislazione bancaria (cfr. paragrafo 4.3, oltre).

4.2. *La validità dell'interesse composto nel codice civile italiano*

Il diritto del creditore a chiedere l'interesse composto è riconosciuto in alcune specifiche circostanze. A tal fine, la condizione generale è quella per cui l'interesse corrispettivo deve essere dovuto per almeno sei mesi; in tal caso, l'interesse composto sarà addebitato in conformità di:

- a. una decisione giudiziaria tesa alla
- b. restituzione con l'applicazione dell'interesse composto (Cassazione 18 settembre 2013, n. 21340); o
- c. uno specifico accordo, successivo allo scadere dell'interesse corrispettivo, che espressamente riconosce il diritto a chiedere l'applicazione dell'interesse composto (art. 1283 c.c.).

Inoltre, a prescindere dal fatto che una delle condizioni di cui sopra sia soddisfatta, il divieto di calcolo dell'interesse composto è derogato dall'art. 1283 c.c. - e dunque l'addebito di interesse composto sarà legale - nei casi in cui ricorrano pratiche specifiche di natura normativa⁴⁶ (i cosiddetti '*usi normativi*'). Il dilemma, quindi, è nel

⁴³ Questo interesse è definito come *interesse corrispettivo*, in altre parole interesse compensativo. L'interesse compensativo è la naturale conseguenza di un prestito in denaro fatto al debitore che gli viene addebitato per il semplice fatto che egli ha beneficiato di un bene, il denaro, da cui ha tratto un vantaggio. Vedi: G. Iudica e P. Zatti, *Linguaggio e Regole del Diritto Privato* (CEDAM 2015) 258.

⁴⁴ L'interesse di mora è dovuto dal debitore per il danno causato dal ritardo nell'adempimento della sua obbligazione pecuniaria (art. 1224, c.c.).

⁴⁵ Cassazione 22 marzo 2011, n. 6518.

⁴⁶ O meglio "uso legislativo".

distinguere tra pratiche che sono normative da quelle che sono meramente contrattuali. Una pratica di natura normativa è come tale definita, in dottrina,⁴⁷ allorché caratterizzata da due elementi: (a) la generale e regolare ripetizione, in un certo ambiente e per un protratto periodo di tempo, di una determinata specie di comportamento; (b) una conformità di comportamento nell'ambiente così da far ritenere che quel comportamento non è semplicemente una pratica, ma risulta anche essere necessario.⁴⁸ Se l'elemento (b) mancasse, la pratica non sarebbe normativa ma semplicemente contrattuale. Al contrario, una pratica di natura legale/normativa è fonte di diritto, e, a causa di ciò, un individuo o persona che reclama una violazione di un diritto che origina da tale fonte potrà intentare un'azione con qualsiasi ricorso giurisdizionale che serva a proteggere quel diritto.

4.3. *L'interesse composto e la legislazione bancaria italiana*

L'addebito dell'interesse composto è stata per lungo tempo una pratica bancaria molto diffusa, sia nel sistema britannico (come abbiamo ricordato nei precedenti paragrafi del presente contributo), sia in quello italiano. Storicamente, la legittimità dell'interesse composto in Italia si rinviene in alcune radicate sentenze della Cassazione.⁴⁹ Il ragionamento sottostante a questi *decisa* è il seguente: l'art. 1283 c.c. lascia al creditore di addebitare l'interesse composto, se è riferito ad una pratica di natura normativa. Nel novero dei creditori vanno comprese le banche che fissano i tempi e le condizioni delle loro principali operazioni in appositi formulari, ciascuno per ciascuna delle transazioni/operazioni che offrono alla clientela. Questi formulari, tradizionalmente promossi sotto l'egida dell'Associazione Bancaria Italiana e denominati nel loro contenuto *Norme Bancarie Uniformi*, rappresentano un uso legislativo, poiché vengono applicati uniformemente alla clientela. Questa prassi bancaria, durata molti anni - essendo stata vista come avente natura normativa/legislativa, in

⁴⁷ A. Torrente e P. Schlesinger, *Manuale di Diritto Privato* (22^a ed. Giuffrè Editore 2015), pagg. 37-38.

⁴⁸ Questo è l'ulteriore elemento che, nella terminologia del diritto romano, si considera essere *opinion iuris ac necessitatis*.

⁴⁹ Cassazione 15 dicembre 1981, n. 6631; Cassazione 19 agosto 1983, n. 5409; Cassazione 6 giugno 1988, n. 3804.

conformità di quanto previsto dal codice civile - ha consentito alle banche di applicare l'interesse composto.

Tuttavia, questa importante prassi fu, senza mezzi termini, “estirpata” da una inaspettata decisione della Cassazione, del 16 marzo 1999, n. 2374, riecheggiate in non meno di due settimane da un'altra sentenza della stessa Cassazione, del 30 marzo 1999, n. 3096. La linea di fondo di queste decisioni della Cassazione fu che la pratica bancaria di addebito al cliente dell'interesse composto non era regolamentata come equivalente all'uso normativo, ma piuttosto era equiparata alla mera pratica commerciale e quindi non aveva il richiesto elemento della *opinion iuris ac necessitatis*. In buona sostanza, non era legale che le banche addebitassero l'interesse composto atteso che la condizione di cui all'art. 1283 non era soddisfatta. L'uso era semplicemente contrattuale, mentre l'art. 1283 c.c. richiede che la pratica abbia natura legislativa.

Le potenziali ripercussioni dei suddetti decisa della Cassazione risultarono sin troppo ovvie al legislatore che non ebbe altra scelta se non quella di chiudere la falla che si era inevitabilmente aperta e che esponeva ad elevato rischio l'operatività delle istituzioni finanziarie. Al riguardo, basti considerare che, in assenza di un intervento legislativo, le clausole che prevedevano il calcolo dell'interesse composto sui conti bancari ed in genere sui prestiti alla clientela nelle varie forme, sarebbero state altrimenti considerate prive di validità e quindi nulle.

In conseguenza di tale stato di cose, fu emanata una nuova legge e più precisamente il D.L.vo del 4 agosto 1999, n. 342 che emendò la legislazione bancaria italiana di cui al D. Lvo del 1° settembre 1993, n.395 (Testo Unico Bancario - TUB), in particolare il suo art. 120.⁵⁰ In forza del nuovo comma 2 dell'art. 120 TUB, il *Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio* - CICR “stabilisce modalità e criteri per la produzione di interessi sugli interessi maturati

⁵⁰ L'originario art. 120 era racchiuso in un solo comma e disciplinava la materia della decorrenza delle valute da attribuire a specifici versamenti nei conti correnti bancari, ai fini del conteggio dei relativi interessi.

Per commenti sull'originario art. 120 TUB, vedi: M. Taliercio, *Trasparenza delle Condizioni Contrattuali*, in P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi (eds) *La Nuova Legge Bancaria III* (Giuffrè Editore 1996), pagg. 1854-1859; A. Donvito, L. Ferrajoli, G. Rodali e F. Silla, *Commentario alla Legge Bancaria* (Il Sole 24 Ore 1997), pag. 273.

nelle operazioni poste in essere nell'esercizio dell'attività bancaria, prevedendo in ogni caso che nelle operazioni in conto corrente sia assicurata nei confronti della clientela la stessa periodicità nel conteggio degli interessi sia debitori sia creditori". In relazione a quanto disposto dalla nuova legislazione in materia bancaria, il CICR, con Delibera del 9 febbraio 2000, entrata in vigore il 22 aprile 2000,⁵¹ ha previsto tra l'altro che "nel conto corrente l'addebito e l'accredito degli interessi avviene sulla base dei tassi e con la periodicità contrattualmente stabiliti" (art. 2, comma 1) e che "nell'ambito di ogni singolo conto corrente deve essere stabilita la stessa periodicità nel conteggio degli interessi creditori e debitori" (art. 2, comma 2).

Come immediata conseguenza di tale Delibera CICR, la tormentata problematica dell'interesse composto parve aver trovato una definizione in punto di diritto, nonostante il permanere di zone grigie. In particolare, un ampio dibattito si sviluppò sull'art. 120 nella parte implementata dalla Delibera CICR sopra citata, che, qualora retroattiva, andava applicata anche alle operazioni bancarie poste in essere prima della sua entrata in vigore, rendendo invalide le clausole che prevedevano nei contratti l'applicazione dell'interesse composto. La posizione alternativa (*ergo*, la parte implementata dell'art. 120 come innovativa, piuttosto che retroattiva) avrebbe reso validi tutti i contratti in essere prima dell'inversione di marcia giudiziaria del 1999, con specifico riferimento all'uso dell'interesse composto. Nella battaglia giudiziaria che questa disputa originò, con i tribunali che non assumevano comportamenti costanti nelle loro decisioni, fu la Cassazione che, in seduta plenaria, decretò che tutte le clausole relative all'interesse composto in essere prima della sua decisione del 1999 erano illegali.⁵² Le motivazioni a base di questa decisione possono così riassumersi: (a) le clausole di capitalizzazione trimestrale degli interessi rappresentano una violazione del divieto di interesse composto - come stabilito dall' art. 1283 c.c., - in quanto il loro uso non ha natura legislativa, anche con riferimento all'uso che ne è stato fatto nei periodi precedenti alla decisione della Corte del 1999; (b) l'interpretazione per cui sono da considerarsi legali le clausole

⁵¹ V. Manzi, *Commento sull'art 120*, in F. Capriglione (ed), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in Materia Bancaria e Creditizia III* (3^a edizione, CEDAM 2011), pag. 1756.

⁵² Cassazione 4 novembre 2004, n. 21095.

dell'interesse composto, per il fatto che la magistratura le ha ritenute tali fino al 1999,⁵³ non è sufficiente a rendere legislativo un uso che, tra l'altro, risultava pure essere *contra legem*.

Un'ulteriore complicazione conseguente alla Delibera CICR fu la successiva decisione della Corte Costituzionale in merito al D.L.vo del 4 agosto 1999, n. 342. L'art. 25, comma 3, del Decreto in parola aveva stabilito la validità e l'efficacia delle clausole di interesse composto, già in essere, fino alla data di entrata in vigore della Delibera CICR e che dopo tale data esse andavano adeguate al disposto della delibera stessa, pena la loro inefficacia. In relazione a ciò, il CICR, con apposita Delibera del 9 febbraio 2000, all'art. 7 fissò al 30 giugno 2000 la data per tale adeguamento. La Corte Costituzionale, inaspettatamente, dichiarò tali previsioni di legge (art. 25, D.L.vo 342/1999 e la relativa norma implementativa ex art. 7 Delibera CICR) non valide.⁵⁴ Il Governo, nell'emanare il decreto legislativo, aveva ecceduto il mandato conferitogli dal Parlamento.

Questa novità legislativa, *de facto*, legalizzò in Italia la pratica dell'interesse composto e, possibilmente, ribaltò la posizione giudiziaria di cui ai due controversi *dicta* della Cassazione. Restavano sostanzialmente alcune precisazioni: (a) l'accredito e l'addebito in conto corrente degli interessi, dovevano effettuarsi con tassi e periodicità stabiliti in contratto; (b) nel conteggio degli interessi creditori e debitori la periodicità doveva essere la stessa per ogni singolo conto corrente. Per contro, in precedenza le banche tradizionalmente adottavano pratiche di calcolo di interessi attivi con cadenza trimestrale⁵⁵ e passivi su base annuale,⁵⁶ pratiche che diventavano quindi illegali. Va precisato che detta riforma dell'art. 120, comma 2, non fu incisa da un successivo suo emendamento entrato in vigore nel 2010.⁵⁷ In buona sostanza, nel periodo a cavallo

⁵³ Per i relativi *decisa*, si veda la precedente nota 49.

⁵⁴ Corte Costituzionale 17 ottobre 2000, n. 462.

⁵⁵ Interesse dovuto alla banca dal cliente per le operazioni a debito del cliente.

⁵⁶ Interesse dovuto al cliente dalla banca per le operazioni a credito del cliente.

⁵⁷ Riforma in virtù dell'art. 4 del D. L.vo 13 agosto 2010, n. 141, come emendato dall' art. 3, comma 3, del D.L.vo 14 dicembre 2010, n. 218, entrato in vigore il 2 gennaio 2011. Vedi: V. Manzi, *Commento sull' art. 120*, in F. Capriglione (ed), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in Materia Bancaria e Creditizia III* (3^a edizione, CEDAM 202012), pagg. 1746-1761.

tra il 1999 e il 2013, la pratica di addebitare l'interesse composto, che era stata seriamente contestata dalla Cassazione con le sue decisioni del 1999, fu ufficialmente legalizzata in Italia, anche se a determinate condizioni; è ancora materia di dibattito⁵⁸ se questo stato di cose abbia comportato conseguenze retrospettive, stante la decisione di invalidità della Corte Costituzionale⁵⁹. Come correttamente riconosciuto a livello dottrinale:⁶⁰

“Per quanto concerne la legislazione, il solo limite posto dal Testo Unico Bancario [era] l'assicurare un uguale trattamento nel conteggio degli interessi creditori e debitori, che [dovevano] essere applicati con la stessa imperativa periodicità”.

Tuttavia, la posizione piuttosto frammentata in materia di interesse composto non si era ancora conclusa che il tenore dell'art.120 TUB venne ulteriormente modificato, come risulta dalla nuova riforma entrata in vigore dopo il 2013.⁶¹ Gli addebiti relativi all'interesse composto non erano più a lungo consentiti per effetto dell'emendato art. 120, comma 2, TUB. Quest'ultima nuova disposizione legislativa prevedeva, infatti, che il *Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio* stabilisse “modalità e criteri per la produzione di interessi nelle operazioni poste in essere nell'esercizio dell'attività bancaria”.⁶²

⁵⁸ La Cassazione, in seduta plenaria, con la sua sentenza 2 dicembre 2010, n. 24418, ha più recentemente stabilito che, nei casi in cui la clausola dell'interesse composto trimestrale è nulla, l'applicabilità alternativa della clausola di interesse composto annuale deve essere esclusa, poiché non vi era nessun uso né alcuna pratica di capitalizzazione annuale nei periodi precedenti i suoi *decisa del 1999*.

⁵⁹ Vedi sopra in questo Capitolo 4.3.

⁶⁰ A. Mirone, *Commento sub art. 120*, in C. Costa (ed), *Commento al Testo Unico delle Leggi in Materia Bancaria e Creditizia II* (G Giappichelli 2013), pag. 1372.

⁶¹ Più specificatamente, questo è il risultato dell'art. 1, comma 629, della Legge 27 dicembre 2013, n. 147, in vigore il 1° gennaio 2014. Per commenti al riguardo, vedi A. Stilo, ‘Dall'art. 120, comma 2, TUB alla Proposta di Delibera CICR: verso il Ritorno dell'Anatocismo Bancario’ [2015] *Rivista di Diritto Bancario*, pagg. 1-23.

Si veda anche M. Tola, ‘Anatocismo e Conto Corrente Bancario nel Diverso Approccio alla Giustizia’ (2016)69 *Banca Borsa e Titoli di Credito*, pagg 327-340. L'A. discute e analizza sia un caso giudiziale (Tribunale di Cagliari, 20 Maggio 2015) e un provvedimento dell'Arbitro Bancario Finanziario (8 Ottobre 2015, n 7854).

⁶² Per commenti circa la bozza di questa nuova Delibera CICR, vedi, nella più recente letteratura P. Fiorio, *Il Divieto di Anatocismo e la Nuova Disciplina degli*

Ancora, la norma novellata segnava un significativo scostamento rispetto alla prassi consuetudinaria laddove escludeva la possibilità che gli interessi capitalizzati producano interessi ulteriori, per cui nelle successive operazioni di capitalizzazione essi vanno calcolati esclusivamente sul capitale originario, senza qualsiasi aggiunta di interesse (corrispettivo o di mora).⁶³ Fondamentalmente, la norma sembrava aver somministrato l'estrema unzione alla prassi dell'interesse composto, sebbene alcune interpretazioni lasciassero ancora dubbi circa l'incidenza delle nuove previsioni legislative sulle transazioni esistenti, concluse prima dell'entrata in vigore della nuova legislazione.⁶⁴ Sotto questo aspetto, i più recenti *decisa* a

interessi Bancari. Prime Osservazioni alla Bozza di Deliberazione CICR” in Il Caso, 26 ottobre 2015 <http://www.ilcaso.it/articoli/ban.php?id_cont=833.php> accesso 29 ottobre 2015.

⁶³ Il tenore dell'emendato art. 120, comma 2, del TUB è degno di rilievo:

“Il CICR stabilisce modalità e criteri per la produzione di interessi nelle operazioni poste in essere nell'esercizio dell'attività bancaria, prevedendo in ogni caso che:

(a) Nelle operazioni di conto corrente sia assicurata, nei confronti della clientela, la stessa periodicità nel conteggio degli interessi sia debitori sia creditori;

(b) Gli interessi periodicamente capitalizzati non possono produrre interessi ulteriori che, nelle successive operazioni di capitalizzazione, sono calcolati esclusivamente sulla sorte capitale.”

⁶⁴ In dottrina A.A. Dolmetta, ‘Sul Transito dell'Anatocismo Bancario dal Vecchio al Nuovo Regime’, in www.ilcaso.it, 12 marzo 2015; V. Farina, ‘L'Immediata Operatività del (Nuovo) Divieto di Anatocismo in nota Trib. Milano 3 aprile 2015’ (2015) I Contratti, pag. 879 ss; A. Quintarelli, ‘Conto Corrente Bancario: Anatocismo e Capitalizzazione; Prescrizione; Azioni di Accertamento e Condanna, Distribuzione dell'Onere della Prova e Saldo Zero’ in www.ilcaso.it 2015, gennaio; M. Mazzola, ‘La Nuova Disciplina dell'Anatocismo Bancario nella Legge di Stabilità: Prime Note’ in [Diritto Bancario.it](http://DirittoBancario.it), 2014, gennaio.

Una diversa parte della dottrina italiana, per contro, sostiene che la novella ha valore prospettico, dunque applicabile solo ai contratti da concludersi dopo l'entrata in vigore del CICR. U. Morera e G. Ulivieri, ‘Il Divieto di Capitalizzazione degli Interessi Bancari nel Nuovo Art 120, comma 2, TUB’ (2015)68 Banca, Borsa e Titoli di Credito pag. 294 ss; F. Maimeri, ‘La Capitalizzazione degli Interessi nella Legge di Stabilità e Decreto sulla Competitività’ in Dirittobancario.it, 2014, luglio; C. Colombo, *Gli Interessi nei Contratti Bancari* (Roma 2014) pag. 97.

Nella manualistica, si veda A. Torrente e P. Schlesinger, *Manuale di Diritto Privato* (22^a edizione Giuffrè Editore 2015), pag. 405.

disposizione⁶⁵ sembravano suggerire che l'interesse composto è ormai materia del passato, poiché la norma emendata dell'art.120, comma 2, TUB era di natura retroattiva, sebbene non mancassero obiezioni a questa interpretazione mosse da altre parti della stessa magistratura di merito.⁶⁶

Considerato lo sviluppo tortuoso della legislazione italiana in materia, non sarebbe stato eccessivamente azzardato prevedere futuri episodi, in questa serie senza fine segnata da colpi di scena nella narrazione e da sviluppi spesso imprevedibili. Ed infatti, *quod demonstrandum erat*, l'art. 17 bis del D.L. 14 febbraio 2016, n. 18 convertito dalla L. 49 dell'8 aprile 2016, entrata in vigore il 15 aprile 2016, modifica nuovamente l'art. 120, comma 2, TUB.⁶⁷

Le modifiche contenute in questo ennesimo testo legislativo vanno in tre direzioni.

In primo luogo, il CICR è delegato a fissare “criteri e modalità per il calcolo” di ogni interesse, incluso dunque quello semplice. Per contro, nel passato, tale potere era relativo esclusivamente all'interesse composto. Inoltre, la competenza del CICR è estesa ad ogni attività di erogazione del credito posta in essere dalla banca, laddove in passato era limitata alle operazioni di conto corrente.

In secondo luogo, sotto un profilo tecnico-contabile la nuova disposizione, in particolare la lettera a), prevede che gli interessi maturati in conto corrente o in conto pagamento⁶⁸ siano calcolati con la stessa periodicità, siano essi creditori o debitori, ribadendo

⁶⁵ Tra i pochi *decisa*, vedi Tribunale Roma 20 ottobre 2015; Tribunale Milano 29 luglio 2015.

⁶⁶ Vedi, tra i più recenti, Tribunale Bologna, 7 dicembre 2015, in cui si afferma che l'art. 120, comma 2, nella nuova versione emendata, che vieta l'interesse composto, non può ritenersi entrato in vigore, fino a quando la legislazione secondaria (i.e. il Decreto CICR) non sarà stata emanata.

⁶⁷ Un tentativo iniziale di introdurre l'interesse composto dopo la riforma del 2013 era stato il Decreto Legge 24 giugno 2014 n. 91, art. 31. Tuttavia, tale norma transitoria, inclusa in un provvedimento governativo, non è mai stata convertita in legge dal Parlamento italiano.

⁶⁸ A livello dottrinale è affermato (V. Farina (n. 64) pag. 707) che la terminologia adottata nel nuovo testo legislativo (*rapporti di conto corrente o di conto di pagamento*), sebbene formalmente differente da quella corrispondente del 2013 (*operazioni in conto corrente*), non cambia sostanzialmente lo scenario, né giustifica differenti conclusioni di tipo legale.

sostanzialmente precedenti previsioni normative e la stessa periodicità di calcolo, che deve essere non inferiore ad un anno. Tuttavia, è anche espressamente disposto che gli interessi sono calcolati il 31 dicembre di ogni anno e, in ogni caso, al termine del rapporto, per il quale sono dovuti.

In terzo luogo, la lettera b), conferma sostanzialmente il divieto di capitalizzazione degli interessi per ogni somma dovuta dal debitore,⁶⁹ inclusi gli interessi relativi a finanziamenti su carte di credito. In tali casi l'interesse sarà calcolato soltanto sul capitale. L'eccezione però è l'interesse moratorio che, se composto, sembra essere (di nuovo) valido in Italia, quanto meno a leggere l'ultimo intervento legislativo. In relazione a ciò, la norma prevede una nuova opzione: il cliente può autorizzare, anche in via preventiva, l'addebito sul proprio conto degli interessi divenuti esigibili e ciò con riferimento soltanto ad un limitato numero di rapporti, che in sostanza sono riconducibili al modello dell'apertura di credito in conto corrente (i.e. aperture di credito regolate in conto corrente e in conto di pagamento; sconfinamenti anche in assenza di affidamento ovvero oltre il limite del fido⁷⁰). Tuttavia, al fine di parzialmente proteggere il consumatore, per tali transazioni è anche espressamente prescritto che l'interesse sarà calcolato ogni anno allo scadere del 31 dicembre, e reso esigibile il primo di marzo dell'anno seguente, o dell'anno in cui matura.⁷¹

Deve quindi dedursi che l'anatocismo diventa nuovamente lecito in Italia, particolarmente se si tratta di un interesse moratorio; nel caso di interessi compensativi la sua validità è conseguente ad una scelta del correntista, peraltro limitatamente a specifiche transazioni. Tale scelta è revocabile dal cliente sino al momento in cui non sia avvenuto l'addebito sul conto corrente.

Data l'assoluta novità della norma, non risultano pronunciamenti. Da un punto di vista interpretativo, si può osservare che l'affidare al cliente la scelta circa l'operatività della clausola anatocistica lascia spazio all'autonomia delle parti, anche se non si esclude che il

⁶⁹ L'espressione adottata è così ampia che sembra doversi applicare ad ogni transazione bancaria la quale, teoricamente, può dar luogo ad interesse debitore dovuto dal cliente alla banca.

⁷⁰ Art 120(2)(b)(1).

⁷¹ Cionondimeno, in caso di chiusura finale dell'operazione, l'interesse sarà immediatamente dovuto. Si veda il nuovo art 120(2)(b)(1).

consenso del cliente darà luogo a numerosi ed incerti scenari giudiziari, con l'autorità chiamata a decidere se il consenso sia stato rilasciato secondo gli ortodossi canoni di condotta contrattuale. Pertanto, si possono immaginare azioni dei clienti volti ad invalidare *ex post* il consenso alla clausola anatocistica, con conseguente incertezza circa le successive posizioni giurisprudenziali. Da un punto di vista dottrinale, è anche enfatizzato che la nuova previsione legislativa, con la sua parziale apertura all'interesse anatocistico, potrebbe assumere una qualche connotazione politica: l'attuale Governo italiano, preoccupato per le numerose perdite delle proprie istituzioni domestiche, potrebbe aver semplicemente fatto un regalo al sistema bancario nel suo complesso.⁷²

Per completezza di analisi, si ricorda che una differente, sebbene non prevalente, scuola di pensiero italiana⁷³ è incline a sostenere che la capitalizzazione dell'interesse è una pratica non ascrivibile all'uso dell'interesse composto così come legiferato e, da ultimo, vietato dall'art. 1283 c.c. Con un argomentare che può essere sottilmente simile a quanto emerso da questo lavoro e a quanto storicamente sostenuto dalle corti britanniche⁷⁴, viene affermato che la capitalizzazione, a fine trimestre, nei conti bancari dell'interesse corrispettivo equivale al pagamento, da parte del cliente, del capitale aumentato degli interessi. Questo pagamento avviene sostanzialmente con la concessione di un nuovo prestito, come tale registrato, comprendente il saldo residuo in linea capitale a quella data e, in più, gli interessi maturati. Sulla scorta di tale ragionamento, sarà legittimo addebitare i futuri interessi poiché verranno calcolati sul nuovo prestito concesso, determinato nei termini di cui sopra (capitale originario, con l'aggiunta degli interessi maturati).⁷⁵

⁷² M. Tola (n. 61) pag. 340. Per una analisi storica dell'interesse composto in Italia, si veda il recente V. Tavormina, 'Anatocismo e Frutti Civili da Napoleone ai Nostri Esegiti' (in stampa).

⁷³ Ciò è stato già accennato nella precedente nota 12.

⁷⁴ Si veda sopra il Capitolo 3.

⁷⁵ U. Morera, 'Sulla non Configurabilità della Fattispecie "Anatocismo" nel Conto Corrente Bancario' [2005] Rivista di Diritto Civile (2), pagg. 17-25; P. Ferro-Luzzi, 'Una Nuova Fattispecie Giurisprudenziale: "l'Anatocismo Bancario": Postulati e Conseguenze' (2001)28 Giurisprudenza Commerciale (1), pagg. 5-34.

5. Conclusioni

Il *common law* inglese ha riconosciuto l'interesse composto in un modo quasi casuale, nell'intento di superare, con un artificio contabile, il divieto posto dalle leggi. Il *corpus iuris* anti-usura era stato introdotto in Gran Bretagna già nel Rinascimento ed era stato eliminato dalla metà del 19° secolo. Ancora, l'abolizione nell'era contemporanea dell'usura quale fatto penale non ha ingenerato una crisi del concetto di anatocismo, che perdura e, in un certo modo, continua a "prosperare" fino a tempi recenti. Questo contributo, in difformità della critica tradizionale, scopre, sperando di dimostrarlo, che la legittimità della pratica dell'interesse composto in Gran Bretagna è relativamente recente, grazie al caso "Pinios". Per contro, una discussione critica sulla precedente giurisprudenza, specificatamente quella tra il 20° e 21° secolo, rivela che l'interesse composto era in passato semplicemente tollerato dal *common law* britannico, ed esclusivamente con riferimento alle transazioni regolate in conti bancari di natura commerciale. In tale logica, il caso "Pinios" dovrebbe essere letto in modo più rivoluzionario, lettura che gli studiosi del *common law* non hanno fatto finora, essendo tale *decisum* quello che chiaramente inquadra l'anatocismo quale prassi ordinaria nei rapporti fra banca e cliente, non solo nei rapporti di conto corrente ma anche in quelli di tipo risarcitorio.

Per di più, stante la netta mancanza di una legislazione *ad hoc* in questa materia, al contrario fiorita nel sistema di diritto civile posto a confronto, la Gran Bretagna offre una forma di protezione del consumatore bancario di tipo indiretto, perché essa viene data attraverso la legislazione emanata per proteggere il consumatore in generale. Considerando quanto è stato evidenziato in questo lavoro, per come la legislazione è formulata, diviene compito particolarmente arduo accertare se il consumatore bancario britannico goda di una agevole ed effettiva forma di protezione. Ne consegue che questi fa affidamento sulla *soft law*, un codice di condotta che, emesso dalle istituzioni creditizie e dai fornitori di carte di credito, incoraggia essi stessi (banche e fornitori), senza peraltro obbligarli da un punto di vista giuridico, ad essere il più possibile chiari e trasparenti nel comunicare il metodo di calcolo degli interessi. In altre parole, vi è in Gran Bretagna una forte tutela da un punto di vista di *disclosure*,

sebbene non venga offerta al consumatore una esplicita protezione giudiziaria costituita da norme di carattere speciale.

In un'ottica comparativa, questo contributo critica l'approccio italiano riguardo all'interesse composto. La incondizionata, a volte, ossessiva protezione della parte più debole, (*i.e.* il consumatore bancario) perseguita in Italia nella *sedes materiae* della legislazione bancaria, in cui l'interesse composto è stato anche reso illegale da un non troppo lontano intervento legislativo del 2013,⁷⁶ può rappresentare una vittoria di Pirro per i consumatori. La conseguenza, a lungo andare, potrebbe essere quella di determinare un incremento dei costi dei servizi bancari, con effetti negativi in termini di concorrenza.

Sotto questo aspetto, i continui interventi legislativi e i colpi di scena giudiziari sul concetto di *anatocismo*, che si sono riscontrati in Italia nelle passate due decadi, dovrebbero suggerire che la materia ha oltrepassato la contesa puramente legale. Le discussioni sull'interesse composto appaiono echeggiare, se viste da Oltre Canale,⁷⁷ le battaglie medievali tra Guelfi e Ghibellini e, quindi, le tensioni tra due differenti fazioni, piuttosto che lo sviluppo logico della tradizione giuridica italiana.

Inoltre, da un punto di vista di *Law and Economics*, si può anche affermare che il diritto italiano, con i suoi continui cambiamenti (come dimostra la vicenda degli interessi composti), non offre più certezza del diritto e, alla lunga, potrebbe alienare gli investitori. Per contro, il *common law*, con i suoi *precedents*, consolidati nel tempo ed affiancati più recentemente dalla *soft law*, offre un quadro in cui c'è una evoluzione più calibrata e un approccio più *market-friendly*.⁷⁸

⁷⁶ La già citata Legge 27 dicembre 2013, n. 147.

⁷⁷ Quale generale *caveat* metodologico, si precisa che il presente contributo viene scritto e meditato dalle fredde sponde del Mar del Nord, a Edimburgo, in Gran Bretagna, dunque con un certo distacco socio-ambientale dalla realtà italiana.

⁷⁸ Sulle differenze storiche fra *common law* and *civil law* particolarmente in tema di interpretazione, si veda da ultimo G. Carney, 'Comparative Approaches to Statutory Interpretation in Civil Law and Common Law Jurisdictions' (2015)36 *Statute Law Review* 46-58. In merito alle storiche differenze fra *common law* e *civil law* e alla loro (presunta) comunicabilità, si veda P. Legrand, 'European Legal Systems Are Not Converging' (1996)45 *The International and Comparative Law Quarterly* 52-81.

In aggiunta a ciò, in relazione tanto al *common law* britannico quanto al codice civile italiano, una possibile critica può nascere da questo lavoro. Una più accurata analisi dell'antenato, la legge romana, e della chiara distinzione che in essa si riscontra tra le *futurarum usurarum usurae* (interesse per somme non scadute) e le *usurarum usurae* (interesse per somme scadute)⁷⁹ potrebbe portare alla scoperta di un utile metodo epistemologico allo scopo di individuare, nella materia dell'anatocismo, una via di mezzo tra posizioni diametralmente opposte e non del tutto giustificate.⁸⁰ Più specificamente, il *common law* britannico, nel prendere in considerazione tale distinzione, potrebbe - o meglio dovrebbe - considerare legale esclusivamente la capitalizzazione dell'interesse maturato su somme scadute.⁸¹ Per quanto concerne la giurisdizione italiana, la comparazione dovrebbe suggerire una disamina più critica della legge più recentemente emanata, che modifica ulteriormente l'art. 120, comma 2 TUB, in base al quale ogni forma di interesse composto è stata dichiarata illegale, a prescindere dal fatto che l'interesse sia maturato o meno. Forse questa è una posizione troppo radicale che non solo non si giustifica da un punto di vista comparato (come dimostrato dal presente lavoro), ma non tiene nemmeno conto dell'archetipo romano, che del diritto italiano costituisce il naturale antenato. In altre parole, e paradossalmente, sono più romanisti i giuristi (e giudici) britannici di quelli di Roma e dintorni?

Da ultimo, la comparazione fra i due ordinamenti – italiano e britannico - mostra una significativa differenza nel modo in cui la legislazione protegge il cliente bancario quanto all'anatocismo. Non senza una qualche dose di provocazione, un nuovo testo legislativo potrebbe essere promosso nell'Unione, al fine di proteggere il cliente

⁷⁹ Si veda in precedente Capitolo 2.

⁸⁰ Nel *common law* britannico, la possibile connessione tra la moderna pratica dell'interesse composto e l'anatocismo non sembra essere stata ancora lumeggiata. Nella letteratura italiana, uno studioso (Belvedere, 'Anatocismo Bancario e "Usi Contrari"' in M.V. De Giorgi, S. Delle Monache e G. De Cristofaro (eds), Studi in Onore di Giorgio Cian (CEDAM 2010), pagg. 156-199, particolarmente pag. 198, senza entrare nei dettagli dell'antenato romano, sembra suggerire che una migliore analisi storica si rende necessaria per definire il dibattito italiano di diritto privato circa l'interesse composto.

⁸¹ Mentre, come illustrato sopra nel Capitolo 3, il *common law*, tradizionalmente, considera legale qualsiasi forma di interesse composto, anche quello non maturato.

della banca in questa area di nicchia. Paradossalmente, un ordinamento quale quello britannico, ove tale protezione sembra più carente, potrebbe sottrarsi a tale esigenza di adeguamento legislativo se, come sembra possibile alla luce delle ultime vicende geo-politiche, la legislazione dell'Unione non dovesse più applicarsi Oltre Manica. Sono dunque la Brexit e l'anatocismo una mera coincidenza?

Anatocismo nei finanziamenti: nessuna generalizzata deroga all'art. 1283 c.c. a seguito del decreto CICR*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La prima parte del novellato art. 120, comma 2, lett. b), t.u.b. e l'illusione del carattere innovativo della regola che autorizza la produzione di interessi di mora sugli «interessi debitori maturati». Mancata specificazione del *dies a quo* e altri problemi terminologici e sistematici. – 3. Il rinvio da parte del decreto CICR alla disciplina codicistica sugli interessi di mora, che stabilisce la loro automatica produzione alla scadenza del debito e l'impossibilità di dar luogo ad anatocismo se non nelle eccezionali ipotesi previste dall'art. 1283 c.c. – 4. Conclusione: nessuna generalizzata deroga all'art. 1283 c.c. per il c.d. anatocismo bancario. Perplexità sulla «capitalizzazione annuale di interessi e spese» nel prestito vitalizio ipotecario, riservato agli ultrasessantenni.

1. Le parole utilizzate in un enunciato normativo servono per orientare le condotte.

Le parole utilizzate nella prima parte del novellato art. 120, comma 2, lett. b), t.u.b. non paiono in grado di orientare alcunché, se non di confermare quanto già prescritto altrove: cioè, che gli interessi scaduti possono produrre nuovi interessi (di mora) soltanto se, trascorsi almeno sei mesi dal momento in cui sono divenuti esigibili, siano stati fatti oggetto di domanda giudiziale o la relativa capitalizzazione sia stata consentita di comune accordo fra le parti. In breve, specialmente alla luce delle indicazioni contenute nel decreto del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio del 3 agosto 2016, si appurerà che non c'è motivo di ritenere scalfito, ad oggi, il generale divieto di anatocismo prescritto dall'art. 1283 c.c. Perlomeno, non attraverso la prima parte del novellato art. 120, comma 2, lett. b), t.u.b.

2. Delegato al CICR il compito di stabilire «modalità e criteri per la produzione di interessi» nelle operazioni bancarie, l'art. 17-*bis*,

* Il testo ricalca, con l'aggiunta di note bibliografiche essenziali, il contenuto della relazione svolta in occasione della tavola rotonda *La consulenza tecnica d'ufficio: aspetti processualistici ed operatività*, organizzata dall'Ordine dei Dottori commercialisti e dei revisori contabili di Rimini il 4 novembre 2016. Ovviamente, le opinioni espresse in questo saggio sono da intendersi proprie dell'autore, non mirando a impegnare, né necessariamente a rispecchiare, le posizioni collegialmente assunte dall'Arbitro Bancario Finanziario.

comma 1, d.l. 14 febbraio 2016, n. 18 (convertito, con modificazioni, dalla legge 8 aprile 2016, n. 49), con pretesa portata universale ha stabilito che, in ogni caso, «gli interessi debitori maturati, ivi compresi quelli relativi a finanziamenti a valere su carte di credito, non possono produrre interessi ulteriori, salvo quelli di mora, e sono calcolati esclusivamente sulla sorte capitale».

Lasciando da parte «i finanziamenti a valere su carte di credito» – rispetto ai quali non c'è ragione di distinguere tra interessi debitori e creditori (ammesso che, nel nominare gli interessi debitori nel corpo del nuovo art. 120, comma 2, t.u.b., i redattori abbiano avuto in mente proprio quella distinzione) – e pure sorvolando, come spesso di questi tempi tocca fare, sugli impalpabili motivi di straordinaria necessità e urgenza posti alla base dell'intervento riformatore del febbraio 2016, da qualunque angolatura la si prenda, la disposizione nella sua nuova veste sembra non riuscire ad accedere al senso che vorrebbero attribuirle i fautori della resurrezione, o della rinnovata legittimazione, della pratica dell'«anatocismo bancario»¹.

Sebbene, di prim'acchito, la regola che ammette la possibilità per gli «interessi debitori maturati» di produrre ulteriori interessi (di mora) possa sembrare suscettibile di *immediata* attuazione in discontinuità rispetto al recente passato², non si può fare a meno di richiamare l'attenzione, prima di entrare nel merito dell'influenza

¹ Fra i primi autori ad essersi occupati dell'«anatocismo bancario», incentivando e accompagnando il cambio di rotta di fine secolo, seppur da diverse angolature, V. FARINA, *Recenti orientamenti in tema di anatocismo*, in *Rass. dir. civ.*, 1991, p. 757ss; ID., *La determinazione giudiziale del credito "bancario" in conto corrente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, p. 340 ss.; A.A. DOLMETTA, *Per l'equilibrio e la trasparenza nelle operazioni bancarie: chiose critiche alla legge n. 154/1992*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, p. 378 ss.; ID., *Il rapporto banca cliente: una storia aperta*, in *Quest. giust.*, 2000, p. 256 ss.; B. INZITARI, *Convenzione di capitalizzazione trimestrale degli interessi e divieto d'anatocismo ex art. 1283 c.c.*, in *Giur. it.*, 1995, I, p. 409 ss.; G. COTTINO, *La cassazione muta indirizzo in tema di anatocismo*, in *Giur. it.*, 1999, p. 1221 ss.; D. MAFFEIS, *Anatocismo bancario e ripetizione degli interessi da parte del cliente*, in *Contratti*, 2001, p. 406 ss.

² Secondo il pregevole approfondimento di V. FARINA, *La (ennesima) resurrezione dell'anatocismo bancario*, in *Contratti*, 2016, p. 709, compiuto prima dell'emanazione del decreto CICR, «[l]'attuale previsione, diversamente che in passato», consentirebbe «alla banca finanziatrice di pretendere il pagamento degli interessi moratori sul credito scaduto per interessi corrispettivi compresi nelle singole rate».

esercitata in quest'ambito dal decreto attuativo, sulla chiosa del medesimo enunciato legislativo, ove è stabilito che gli «interessi debitori» «sono calcolati unicamente sulla sorte capitale».

Gli interessi di mora, in nessun caso riconducibili alla tipologia degli interessi c.dd. creditori, rappresentano una specie del più ampio genere degli interessi c.dd. debitori³. Se così è, e se è vero – come si evince da una mera lettura della norma – che questi ultimi debbano calcolarsi «unicamente» sulla sorte capitale, allora gli interessi di mora potranno essere conteggiati non già sugli interessi maturati in costanza di rapporto e rimasti impagati alla scadenza, ma soltanto sul capitale (non pagato). E però, si ribadirebbe, è stato dalla legge specificato che gli interessi «non possono produrre interessi ulteriori, salvo quelli di mora»; il che vale a dire: gli interessi maturati *possono* produrre interessi di mora. In tutta risposta, si chiamerebbe nuovamente in gioco la circostanza che gli interessi debitori possono essere «calcolati esclusivamente sulla sorte capitale» e che se si fosse voluto affermare, innovando realmente rispetto al passato, che gli interessi «corrispettivi» (meglio di «debitori») possono essere capitalizzati immediatamente alla scadenza del debito per dare vita a interessi di mora in deroga alla disciplina codicistica⁴, sarebbe forse bastato dirlo⁵.

³ Volendo provare a offrire una soluzione interpretativa alternativa alla prima parte del novellato art. 120, comma 2, t.u.b., si potrebbero recuperare le raffinate argomentazioni operate da M. GIORGIANNI, *L'obbligazione (la parte generale delle obbligazioni)*, rist., Milano 1968, p. 176 ss., per tenere minuziosamente separata l'area propriamente riconducibile al «debito» e l'area, susseguente e soltanto eventuale, della «responsabilità». Un simile richiamo consentirebbe di fare salvo il linguaggio impiegato dal legislatore e collocare così gli interessi definiti «debitori» nella prima area (rinominandoli perciò a pieno titolo «corrispettivi») e quelli moratori nella seconda. Ma il risultato non si discosterebbe da quello cui si perverrà nel presente scritto: gli interessi corrispettivi non potendo essere capitalizzati non possono produrre nuovi interessi; e quand'anche si volesse accreditare l'assunto che gli interessi moratori possano calcolarsi sugli interessi scaduti, ciò non potrà avvenire automaticamente, ma secondo le modalità e le tempistiche indicate nell'art. 1283 c.c.

⁴ Ma, come si vedrà, una simile deroga è stata espressamente esclusa dall'art. 3, comma 2, del Decreto CICR 3 agosto 2016 (v. paragrafo seguente).

⁵ Magari con una formula dal seguente tenore, grosso modo riproduttiva di una norma – l'art. 3 della delibera CICR del 9 febbraio 2000 – di cui si sono ormai perse le tracce: «Nelle operazioni di raccolta del risparmio e di esercizio del credito tra

È un cane impazzito che tenta di mordersi la coda e nemmeno ci riesce. E non c'è verso di uscirne, se non con un gesto di libertà, o meglio, di liberazione, che porta a ritenere la norma sostanzialmente inapplicabile, con conseguente rivitalizzazione dell'art. 1283 c.c. e il suo elementare, benché da alcuno ritenuto superabile⁶, divieto generalizzato di anatocismo⁷. Cosicché, per effetto dell'unica interpretazione che parrebbe preservare la coerenza sistematica della prima parte dell'art. 120, comma 2, lett. b), t.u.b., gli interessi corrispettivi divenuti esigibili alla scadenza del debito (o alla chiusura del conto) possono sì produrre interessi di mora, ma soltanto nelle due ipotesi eccezionali di anatocismo giudiziale e convenzionale previste dall'art. 1283 c.c.

3. Sulle premesse normative appena tratteggiate e all'esito di un giro di consultazioni da parte della Banca d'Italia dei principali portatori d'interesse, è stato emanato il decreto CICR n. 343 del 3 agosto 2016, efficace a partire dal successivo 1° ottobre.

intermediari e clienti disciplinate dal titolo VI del t.u.b., in deroga all'art. 1283 c.c., per ogni ipotesi di ritardo nell'adempimento, gli interessi corrispettivi maturati si capitalizzano alla scadenza e possono produrre interessi di mora». Ha richiamato con forza l'attenzione sull'art. 3 della delibera CICR del 9 febbraio 2000 F. MAIMERI, *La capitalizzazione degli interessi fra legge di stabilità e decreto sulla competitività*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 23, 2014, testo a nota 11.

⁶ P. CARRIÈRE, *La luce (finalmente) in fondo al tunnel dell'anatocismo?*, in *dirittobancario.it*, settembre 2016, spec. p. 4 ss..

⁷ Da uno sguardo d'insieme sul nuovo art. 120, comma 2, t.u.b., l'unica norma astrattamente in grado di generare, sia pure indirettamente, effetti anatocistici è quella contenuta al numero 2, là dove è attribuito al cliente il «potere» di «autorizzare l'addebito degli interessi sul conto» nel momento in cui questi divengono esigibili, con la conseguenza che «la somma addebitata è considerata sorte capitale» e su di essa potranno perciò prodursi nuovi interessi (di mora) in caso di intempestivo pagamento. È giusto il caso di rammentare che la materia rinviene la propria disciplina di dettaglio nell'art. 4 del decreto CICR del 2016, applicabile nel solo contesto dei rapporti di credito, convenzionali o di fatto, regolati in conto corrente o di pagamento. Sul punto, v. F. SARTORI, *Prolegomeni in tema di anatocismo: a proposito della proposta di Delibera CICR della Banca d'Italia*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 18, 2015, il quale ha posto in evidenza l'introduzione di una «forma (atecnica) di anatocismo», che si differenzia da quella previgente «esclusivamente per il periodo di computo: tre mesi ieri, quattordici mesi oggi».

La tesi che nega che il novellato art. 120, comma 2, t.u.b. (nella sua primissima parte) abbia prodotto alcuna deroga all'art. 1283 c.c. trova solide conferme anche nel regolamento attuativo.

L'art. 3, primo comma, del più recente decreto CICR riproduce fedelmente la prima parte dell'art. 120, comma 2, lett. b), t.u.b., salvo eliminare l'inciso finale indicativo della regola per cui gli interessi «sono calcolati esclusivamente sulla sorte capitale». Con il seguente effetto prescrittivo: per tutte le operazioni di raccolta del risparmio e di esercizio del credito tra intermediari e clienti disciplinate dal titolo VI del t.u.b., «gli interessi debitori maturati non possono produrre interessi, salvo quelli di mora».

La norma è evidentemente monca, poiché lascia in ombra la prescrizione di rango primario inerente all'obbligo, indirizzato proprio al CICR, di prevedere «in ogni caso» che gli «interessi debitori maturati» siano «calcolati esclusivamente sulla sorte capitale» (prescrizione che, ovviamente, non può ritenersi obliterabile in sede di stesura della norma di rango inferiore). Dunque, non c'è motivo di non considerarla implicitamente richiamata.

Di rilievo è il secondo comma, che chiarisce, innovando rispetto al testo dell'art. 120 t.u.b., che «agli interessi moratori si applicano le disposizioni del codice civile». Non è un chiarimento pleonastico né di poco conto, atteso che quella riguardante la disciplina degli interessi moratori nelle obbligazioni pecuniarie è questione non ancora del tutto definita⁸.

⁸ Basti ricordare l'ampio dibattito dottrinale e giurisprudenziale suscitato da Cass., 9 gennaio 2013, n. 350 (in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, p. 498, con nota di A.A. DOLMETTA; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2013, I, p. 675, con nota di G. TARANTINO; in *Foro it.*, 2014, I, c. 128 ss., con nota di A. PALMIERI, in *Danno resp.*, 2014, p. 193, con nota di G. COLANGELO) sulla possibilità che gli interessi moratori possano essere presi in conto ai fini della verifica del superamento del tasso-soglia per l'usura, cui hanno fatto eco le decisioni del Collegio di coordinamento ABF n. 3412 del 23 maggio 2014 e n. 297 del 16 gennaio 2015, secondo cui «la Cassazione [...] ha inteso semplicemente chiarire che anche gli interessi moratori devono essere assoggettati al vaglio di usurarietà al pari di quelli corrispettivi, fermo restando che il relativo confronto con il tasso soglia deve essere operato tenendo conto del tasso convenuto autonomamente considerato». Da ultimo, v. Cass., 22 giugno 2016, n. 12965, in *Rep. Foro it.*, 2016, voce *Usura*, n. 4: nel confermare che l'art. 2-bis, d.l. n. 185 del 2008 (introdotto con la legge di conversione n. 2 del 2009) non è norma di interpretazione autentica escludendo perciò soltanto *pro futuro* la rilevanza della commissione di massimo scoperto ai fini della verifica del raggiungimento del tasso

La disciplina va costruita. In estrema sintesi, si può affermare che la mora del debitore è conseguenza diretta e immediata dell'inutile passaggio del termine concesso per l'adempimento (art. 1224 c.c.), senza il bisogno di attendere l'intervento di una formale costituzione in mora⁹. Infatti, a norma dell'art. 1219 c.c., la mora è automatica quando è scaduto il termine e la prestazione deve essere eseguita al domicilio del creditore; e per l'art. 1182 c.c. l'obbligazione avente per oggetto una somma di danaro deve essere adempiuta proprio al domicilio che il creditore ha al tempo della scadenza. Tutto torna, quindi: «applican[d]o le disposizioni del codice civile»¹⁰, gli interessi moratori nelle obbligazioni pecuniarie si producono immediatamente.

Il punto è ora stabilire, sempre «applican[d]o le disposizioni del codice civile»¹¹, quale sia la base sulla quale si calcolano gli interessi di mora, posto che – come si è appena osservato – essi si producono a partire dal giorno della scadenza del debito: se sul solo capitale o anche sugli interessi scaduti e non ancora pagati. La risposta non può non passare per la regola dell'art. 1283 c.c., per cui «gli interessi scaduti possono produrre interessi solo dal giorno della domanda giudiziale o per effetto di una convenzione posteriore alla loro scadenza» e sempre che siano passati almeno sei mesi. Dunque, in mancanza di un'iniziativa giudiziale del creditore finalizzata al recupero coattivo del credito o di un accordo fra le parti ai fini della capitalizzazione della porzione feneratizia del debito scaduto, gli interessi moratori non possono essere conteggiati su altro se non sul capitale¹².

soglia, ha ribadito che il giudice è tenuto, in quest'ambito, a prendere in considerazione soltanto «elementi omogenei della remunerazione bancaria». Per una ricostruzione del dibattito attorno alla discussa rilevanza degli interessi moratori sotto il vigore del precedente testo dell'art. 1815 c.c., v. I. TARDIA, *Usure civili e sovrapposizione antinomica delle discipline*, in *Riv. dir. econ. trasp. amb. - GIURETA*, 2013, vol. XI, spec. p. 459 ss.

⁹ B. INZITARI, *La moneta*, in *Tratt. dir. comm.* Galgano, VI, Padova, 1986, p. 210 s. In senso parzialmente diverso C.M. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Comm. c.c.* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1979, p. pp. 189 e 287. In chiave riassuntiva, v. M. SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, 2008, p. 222.

¹⁰ Art. 3, comma 2, Decreto CICR 3 agosto 2016.

¹¹ Art. 3, comma 2, Decreto CICR 3 agosto 2016.

¹² Cass., 11 gennaio 2013, n. 603, in *Foro it.*, 2014, I, c. 128.

Questa la disciplina dettata dal codice civile per gli interessi moratori e che il decreto CICR ha inteso richiamare nella regolamentazione del c.d. anatocismo bancario. Mettendo ora in collegamento il primo e il secondo comma dell'art. 3, nel tentativo di appurare la reale portata dell'effetto anatocistico che ne discenderebbe, va conclusivamente riconosciuto che il calcolo degli interessi di mora può avere senz'altro come base di riferimento gli «interessi debitori maturati» (come indicato nel primo comma e come anticipato nella prima parte dell'art. 120, comma 2, t.u.b.), ma non si può non ribadire che le uniche forme di anatocismo ad oggi possibili «secondo il codice civile» (secondo comma) sono quelle dettate dall'art. 1283 c.c., vale a dire: l'anatocismo giudiziale e convenzionale.

4. Si potrebbe proseguire, esaminando la non candida razionalità economica o l'infimo impatto deterrente associato alla regola che vieta nel nostro ordinamento la produzione di interessi moratori sugli interessi scaduti¹³, ma poiché si tratterebbe di un approfondimento *de jure condendo*, è conveniente desistere in questa sede, in cui si è cercato un contatto con la stretta attualità.

Pur nella brevità degli approfondimenti svolti, si è potuto dimostrare che, alla luce della formulazione attuale della prima parte dell'art. 120, comma 2, t.u.b., non c'è spazio per alcuna generalizzata deroga all'art. 1283 c.c. Eloquente, in tal senso, è la scelta legislativa e regolamentare di non riproporre nel nuovo *corpus juris* la norma prevista dall'art. 3 della delibera CICR del 9 febbraio 2000¹⁴ che, proprio in relazione alle operazioni di finanziamento a rimborso rateale, aveva stabilito che in caso di ritardato pagamento delle rate si sarebbero immediatamente prodotti, se contrattualmente pattuiti, gli interessi di mora sull'«importo complessivamente dovuto alla scadenza di ciascuna rata» (fermo restando che – in costanza di rapporto – su tali interessi non avrebbe potuto avere luogo la capitalizzazione periodica).

¹³ P. CARRIÈRE, *o.c.*, p. 4 s.

¹⁴ Per approfondimenti su questa regola, sostanzialmente dimenticata dai pratici e dai teorici già prima di essere materialmente superata dal legislatore, v. F. MAIMERI, *La capitalizzazione degli interessi*, cit., testo a nota 8.

Il rischio che, per via interpretativa, si facesse rinascere l'anatocismo in relazione a *qualsiasi operazione di raccolta del risparmio e di esercizio del credito* ricadente nel titolo VI del t.u.b.¹⁵ parrebbe, quindi, essere stato scongiurato.

Solitaria e stravagante eccezione, nell'universo dei contratti di finanziamento attualmente disponibili sul mercato, è il c.d. prestito vitalizio ipotecario, riservato a persone fisiche con età superiore a sessanta anni compiuti¹⁶. Rispetto all'esecuzione di siffatto contratto, il legislatore del 2015 ha previsto espressamente che interessi e spese siano capitalizzati su base annua¹⁷.

Dando per nota la «sottile distinzione dommatica tra interesse composto e capitalizzato»¹⁸, stupisce nondimeno che l'unico contratto di finanziamento rispetto al quale è stata sostanzialmente fatta salva la produzione di effetti anatocistici riguarda fasce di popolazione che, per definizione, andrebbero protette anziché esposte per legge a un meccanismo contabile che, negli ultimi anni, è stato grandemente marginalizzato per la sua intrinseca idoneità a moltiplicare, nascostamente ed esponenzialmente¹⁹, i costi del credito.

¹⁵ Art. 2, decreto CICR 3 agosto 2016.

¹⁶ L'art. 1 della legge 2 aprile 2015, n. 44, ha modificato il comma 12 dell'art. 11-*quaterdecies* del d.l. 30 settembre 2005, n. 203, come segue: «Il prestito vitalizio ipotecario ha per oggetto la concessione [...] di finanziamenti a medio e lungo termine, con capitalizzazione annuale di interessi e di spese, riservati a persone fisiche con età superiore a sessanta anni compiuti, il cui rimborso integrale in un'unica soluzione può essere richiesto al momento della morte del soggetto finanziato ovvero qualora vengano trasferiti, in tutto o in parte, la proprietà o altri diritti reali o di godimento sull'immobile dato in garanzia o si compiano atti che ne riducano significativamente il valore, inclusa la costituzione di diritti reali di garanzia in favore di terzi che vadano a gravare sull'immobile». In proposito, v. il pregevole approfondimento di C. FRANCO, *Alle origini del prestito vitalizio ipotecario: il Gerodiritto*, in *dirittobancario.it*, ottobre 2016, spec. p. 37 ss.

¹⁷ Infatti, non si è previsto che le parti possano prevedere in contratto la capitalizzazione annuale. È la legge stessa a dettare il contenuto del regolamento contrattuale.

¹⁸ F. SARTORI, *Prolegomeni in tema di anatocismo*, cit.

¹⁹ D. SINESIO, *Interessi bancari fra autonomia e controlli*, Milano, 1989, p. 56. Incisivamente, da ultimo, R. MARCELLI, *L'anatocismo, espunto dal parlamento, riemerge nella delibera CICR. Gli 'accorgimenti della Banca d'Italia'*, in Atti del convegno AssoCTU, *Il nuovo art. 120 TUB e la proposta delibera CICR della Banca d'Italia* (Roma, 16 Ottobre 2015).

**Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete.
Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»***

1. Introduzione

Non ricordo, a mia memoria, una modifica dell'ordinamento bancario che abbia avuto un impatto paragonabile al recepimento¹ della direttiva europea sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (*Bank recovery and resolution Directive, BRRD*), avvenuto il 16 novembre 2015 alla vigilia del salvataggio delle “quattro banche” dell'Italia centrale². Il tema continua ad occupare uno spazio enorme sui media nel dibattito politico, e ancor di più nel comune sentire. Come studioso di economia degli intermediari finanziari, che si è occupato spesso di *risk management*, non ho ancora metabolizzato i cambiamenti epocali che questa rivoluzione sta portando con sé. Posso soltanto proporre delle riflessioni iniziali, per non dire delle impressioni, che attingono alla cronaca concitata delle ultime settimane, nell'attesa che i temi sul tappeto passino al vaglio più meditato del dibattito scientifico. Non illustro qui compiutamente gli istituti per la gestione delle crisi introdotti con la BRRD, che presumo noti al lettore.

Di fronte a una novità così spiazzante, occorre prima di ogni altra cosa scegliere l'atteggiamento giusto per capire che cosa ci troviamo davanti. Molte posizioni espresse nel dibattito corrente nascono a mio parere da atteggiamenti inadeguati.

(*) Relazione presentata al convegno *Salvataggio bancario e tutela del risparmio. Il caso delle banche italiane*, Trento, Facoltà di giurisprudenza, Università di Trento, Trento, 12 febbraio 2016.

¹ Decreti legislativi n. 180 e 181 del 16 novembre 2015, di attuazione della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento.

² Decreto-legge n. 183 del 22 novembre 2015, Disposizioni urgenti per il settore creditizio. Il d-l è successivamente decaduto e i suoi effetti sono stati fatti salvi dalla Legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità per il 2016).

C'è chi vede nel *bail-in* un elemento di progresso, di *creative destruction*. Per quanti sostengono questo punto di vista³, ben venga l'emersione dei dissesti bancari e la loro sistemazione con i nuovi strumenti: soltanto così daremo una scossa salutare a un sistema bancario autoreferenziale, inefficiente e apriremo le porte della *governance* a investitori più forti per dotazione di capitale e capacità di innovare i modelli operativi. Finalmente andremo oltre il modello bancocentrico in cui i clienti chiedono troppo alle loro banche, e viceversa; l'intermediario esposto al *bail-in* smetterà di essere un concentratore di rischi che sorgono e rimangono all'interno dei mercati locali della raccolta e dei prestiti, che favorisce e protegge cordate e clientele politico-imprenditoriali con la scusa del legame con il territorio.

C'è, di contro, chi continua a giudicare valido il modello tradizionale di gestione preventiva delle crisi, retto da forti vincoli di solidarietà a livello di sistema bancario⁴. In Italia, paese ricco di risparmio, le banche seguono un modello di intermediazione semplice, autarchico, sotto la supervisione stretta dell'Organo di Vigilanza. La raccolta diretta in depositi e obbligazioni finanzia gli impieghi verso imprese e famiglie e l'investimento nei titoli del Tesoro italiano, in maniera che tutti i prenditori beneficino di un costo del capitale calmierato. Un sistema siffatto è meno esposto a crisi sistemiche, e lo ha dimostrato allo scoppio della crisi del 2008, superata senza necessità di aiuti pubblici rilevanti. Pur gravate dalle sofferenze accumulate nelle ripetute gravi recessioni, le banche italiane disporrebbero ancora delle risorse necessarie per assorbire i dissesti

³ Si veda come esempio questo post di un noto sito di dibattito economico (Noisefromamerika, 2015).

⁴ I tratti del modello preventivo sono ben riassunti nell'audizione parlamentare della Banca d'Italia sul salvataggio delle quattro banche (Barbagallo, 2015): "In Italia la funzione preventiva dei fondi di garanzia dei depositanti è stata la linea portante della soluzione delle crisi bancarie dall'approvazione della legge bancaria, nel 1936, a oggi. L'intervento preventivo condotto con queste modalità ha consentito la continuità aziendale, protetto il risparmio, tutelato le funzioni essenziali delle banche; esso ha realizzato, in sintesi, i medesimi obiettivi che sono ora alla base della normativa europea. Lo ha fatto senza che i risparmiatori italiani perdessero una lira o un euro in relazione a crisi, anche gravi, di singoli intermediari."

potenziali, e sarebbero ancora disposte a spenderle per salvaguardare il loro bene più prezioso, la fiducia dei risparmiatori⁵.

Trovo inadeguate entrambe le posizioni.

La prima ha il merito di richiamare l'attenzione su urgenze reali⁶, ma non è altrettanto credibile quando pone fiducia *a priori* nelle soluzioni, anche dirompenti, prodotte dal libero esplicarsi delle forze di mercato. Cambiare è certamente un imperativo, ma occorrono prudenza e discernimento perché i nuovi rimedi non hanno passato test di laboratorio *in vitro*, sono sperimentati *in vivo* e possono avere effetti collaterali anche gravi, come si preciserà più avanti. Inoltre, le specificità nazionali del nostro sistema finanziario non sono tutte necessariamente delle tare ereditarie da rimuovere. L'analisi storica⁷ ha riscontrato come i sistemi finanziari di ogni Paese si adattino ai tratti unici del loro sistema legale, politico e amministrativo, originando così differenze che persistono in orizzonti secolari. Di queste differenze, alcune sono anacronismi da superare, ma altre restano necessarie per far funzionare efficacemente il sistema. Facendo *tabula rasa* lasceremmo insoddisfatta una parte vitale della domanda di intermediazione finanziaria dell'economia reale.

La seconda posizione "tradizionalista" ha il difetto di guardare al passato, cosa che il mondo di oggi non consente più di fare. La "risoluzione" delle quattro banche ha scosso dalle fondamenta le certezze sulla capacità del sistema Italia di farcela da solo. Forse i mezzi per intervenire in maniera concertata tra banche e Autorità nazionali ci sono ancora, ma le nuove regole europee legano le mani quando si tratta di utilizzarli⁸. Quelle risorse si vanno comunque

⁵ È questa la posizione ufficiale sostenuta dall'Associazione Bancaria Italiana, come ad esempio in questa audizione parlamentare sulla situazione del sistema bancario italiano (Sabatini, 2015).

⁶ Ad esempio, trovo fondate le posizioni qui espresse da un noto blogger (Seminerio, 2016).

⁷ Si veda (Fohlin, 2000).

⁸ Nell'audizione parlamentare sul salvataggio delle quattro banche (Barbagallo, 2015), il Capo del Dipartimento Vigilanza della Banca d'Italia constatava l'impossibilità di attuare interventi sulle linee sperimentate in passato: "Come ho già detto, questa modalità di intervento [preventivo] era stata attentamente considerata e definita nei dettagli dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD) per gestire il dissesto delle quattro banche poi oggetto di risoluzione. La sua attuazione non è stata però possibile in quanto l'intervento del FITD è stato considerato dagli

assottigliando, e i focolai di crisi si fanno più minacciosi. Cambiare è comunque un imperativo. Il processo di attuazione della *Banking Union* è ormai irreversibile. Il nuovo impianto di *crisis management* è soltanto il primo passo di un nuovo sistema di vincoli fiscali e di regole prudenziali, volto a spezzare l'abbraccio fatale (*doom loop*) tra solvibilità delle banche e tenuta delle finanze pubbliche nei singoli Paesi dell'Eurozona⁹. Per quanto incompiuto e ritardabile, questo processo andrà avanti. È il prezzo da pagare per le azioni espansive della Banca Centrale Europea, dalle quali ancora dipendono le condizioni di stabilità delle banche e dei mercati finanziari.

Per valutare se il *bail-in* rappresenta una iattura o una benedizione occorre mettere da parte le contrapposizioni ideologiche, e ripartire da alcune domande molto concrete: i nuovi meccanismi di soluzione delle crisi bancarie funzioneranno come ci si aspetta? Come impatteranno sui mercati finanziari, sui comportamenti degli intermediari? Avremo davvero una difesa più sicura dai fattori di instabilità finanziaria che minacciano le nostre economie dallo scoppio della crisi? E più specificamente, come reagirà nell'era del *bail-in* la banca tradizionale, orientata al mercato domestico, che rappresenta ancora il modello dominante in Italia?

2. Due visioni contrapposte del *bail-in*

Queste domande si possono affrontare partendo da due visioni filosofiche contrapposte: una drammatica, che definirò “hobbesiana”, e una più rassicurante, che chiamerò “cartesiana” e tratterò più brevemente.

uffici della Commissione Europea come un aiuto di Stato, assimilando l'utilizzo del Fondo a quello di risorse pubbliche.

Come ho osservato, non condividiamo questo assunto.”

⁹ Gli articoli di autorevoli economisti raccolti in (Baldwin e Giavazzi, 2016) illustrano il piano di messa in sicurezza dell'Unione monetaria ispirato dai governi di paesi europei (a cominciare dalla Germania) e recepito da Organi di supervisione, come l'European Systemic Risk Board. Tale piano comprende appunto la piena attuazione della BRRD e limiti alla concentrazione dei portafogli bancari nei titoli del debito pubblico nazionale.

2.1. La visione “hobbesiana”

Secondo la visione “hobbesiana”, la *resolution* di una banca configura una situazione incerta e conflittuale, quasi un ritorno allo stato di natura - *homo homini lupus* - la guerra di tutti contro tutti per accaparrarsi la ricchezza. Può sembrare un paradosso, se pensiamo che i nuovi istituti di gestione delle crisi sono retti da un apparato sofisticatissimo di norme e di autorità di supervisione, l’esatto opposto della defezione dello Stato Leviatano garante dell’ordine che qui sarebbe paventata.

Ebbene, al di là della forma, lo Stato arretterebbe nella sostanza poiché la risoluzione, con ricorso al *bail-in*, trasferisce una quota rilevante del rischio di crisi bancarie dallo Stato al mercato, e specificamente agli investitori che apportano alle banche capitale di rischio e di debito non garantito.

Peraltro gli investitori, anche quelli professionali, non sono attrezzati per gestire questo rischio secondo un modello “assicurativo” (in senso lato) di mercato. Esiste infatti una sostanziale incertezza (nell’accezione di (Knight, 1921), ovvero non trattabile in termini statistici) nel valutare la probabilità dell’evento, la severità delle perdite da esso prodotte, la loro distribuzione tra le diverse classi di investitori.

In primo luogo, il rischio di default delle banche in un contesto macrofinanziario instabile ha natura sistemica, e non è diversificabile.

In secondo luogo, l’incertezza knightiana è dovuta a un fattore tecnico-strutturale, connesso all’opacità e alla mutevolezza delle posizioni di rischio con la quale si confrontano quanti investono in istituzioni finanziarie (Merton e Perold, 1993). La *resolution* è un processo guidato da un preliminare esercizio di valutazione delle attività e passività della banca, nello scenario di riassetto (in senso lato) e nello scenario controfattuale di liquidazione coatta amministrativa¹⁰. L’autorità di risoluzione, per procedere col riassetto,

¹⁰ Ai sensi degli art. 23 e 24 del D.Lgs. 180/2015, l’avvio della risoluzione o la riduzione e conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale è preceduto da una valutazione equa, prudente e realistica delle sue attività e passività. La valutazione è effettuata su incarico della Banca d’Italia da un esperto indipendente. In caso di urgenza, può essere preceduta da una valutazione provvisoria effettuata dalla Banca d’Italia.

deve dimostrare che tutti i finanziatori della banca ricevono da esso un trattamento migliore rispetto al caso di liquidazione (*no creditor worse off rule*). I dati prodotti da questo esercizio sono ben lontani dall'essere oggettivi, e non di meno guidano la strutturazione del piano di uscita dalla crisi, e le soglie di calibrazione degli interventi chirurgici sulle diverse componenti del passivo, da cui dipende la probabilità di essere svalutati o convertiti, di rimanere in gioco come creditori o azionisti, di perdere o di guadagnare una fetta del controllo della banca.

Il rischio opacità grava principalmente sulle istituzioni globali di importanza sistemica. Andrew Haldane, capo economista della Bank of England, ha dichiarato in un'intervista che i bilanci delle banche globali sono "*the blackest of black holes*" (Luyendijk, 2015). Nel caso delle banche con modelli operativi tradizionali l'opacità dei bilanci pesa meno, con l'eccezione decisiva dei crediti deteriorati, che nella risoluzione delle quattro banche sono stati "ridotti" per più di metà del valore netto di bilancio nel momento in cui è stata forzata la loro valutazione in uno scenario di liquidazione immediata.¹¹

In terzo luogo, gioca l'incertezza che dipende da fattori comportamentali. Nelle procedure di risoluzione si attivano interazioni complesse tra i comportamenti "strategici" degli operatori di mercato e le azioni delle autorità che intervengono a vario titolo nelle diverse fasi; abbiamo qui una rete di snodi decisionali che coinvolge l'autorità di vigilanza (che attiva il processo), l'unità di risoluzione (che lo gestisce, avendo elaborato prima dell'evento i *resolution plans*), il Governo (che dispone eventuali interventi di "stabilizzazione"), la Commissione europea (che deve autorizzare quegli interventi). Se la banca in dissesto è un gruppo *cross border* intervengono più organi nazionali e gli omologhi a livello di Banca centrale europea (Boccuzzi, 2015).

¹¹ Il citato intervento del Governatore della Banca d'Italia commenta in proposito: "L'accertamento delle perdite e, quindi, dei costi della risoluzione è stato condotto non in modo discrezionale, ma in base a precise norme europee. La valutazione particolarmente conservativa delle sofferenze risponde alle previsioni della BRRD e all'interpretazione della disciplina sugli aiuti di Stato assunta dalla Commissione nel confronto con il Governo italiano; corrisponde all'approssimazione del valore teorico che avrebbero assunto, in media, nell'ipotesi di una loro immediata cessione sul mercato". (Visco, 2016).

In un quadro così complesso possono innescarsi dei comportamenti opportunistici o conflittuali. Gli operatori di mercato, così come i Governi, possono fare pressione sui Supervisor per far esercitare a loro vantaggio le discrezionalità consentite dalla BRRD, a esempio in tema di valutazione degli attivi o di esclusione dal *bail-in* di passività non garantite. Da un simile processo negoziale possono uscire vincitori, a seconda dei casi, gli investitori all'ingrosso/internazionali, o quelli al dettaglio/nazionali. Un esempio *ante litteram* è quello del Novo Banco portoghese (Bodereau, 2016) nel quale sono state penalizzate le obbligazioni senior collocate per lo più all'estero, a vantaggio di quelle collocate presso investitori domestici. Possiamo immaginare il contenzioso che potrà nascere nelle aule di tribunale e tra Governi e Autorità di supervisione nazionali e comunitarie. Saranno i maggiori *asset manager* a controllare grossi pacchetti di titoli bancari *distressed* al fine di condizionare il processo di risoluzione esercitando pressione non tanto sulle autorità bancarie preposte (a cui la BRRD dà il potere di forzare una ristrutturazione contro la volontà dei creditori e degli azionisti), ma piuttosto sui Governi, comunque implicati in quanto azionisti delle banche o fornitori di garanzie sulla provvista o sugli asset deteriorati¹².

Prima che i dissesti bancari emergano, che cosa potrà motivare gli investitori a sottoscrivere strumenti alternativi di capitale, obbligazioni subordinate e obbligazioni e altri finanziamenti *bail-inable*? Se il rischio che si accollano fosse valutabile e gestibile con approcci classici di diversificazione dei portafogli, potremmo avere un'offerta stabile di capitale di rischio in senso lato, e sarebbe soltanto un problema di prezzo, di remunerazione di quel capitale.

Nella realtà, il rischio di un titolo esposto al dissesto di una banca non è facilmente diversificabile per l'investitore paziente che lo acquista alla pari quando viene emesso e lo mantiene fino alla scadenza: infatti, quel tipo di operatore consegue un rendimento corrente magari appetibile, rispetto ai tassi *risk free*, ma subisce un'alea che è tutta di segno negativo. A livello di portafoglio abbiamo un cumulo di *downside risk* non compensato da un *upside potential*.

¹² Esempio di questo è lo *standoff* del gruppo Pimco, d'intesa con *hedge fund* e banche tedesche, contro la proposta di rimborso al 75% delle passività della *bad bank* austriaca Hypo Alpe Adria, garantite dallo Stato della Carinzia (Groendahl e Weber, 2016).

Il discorso cambia per un investitore che entra sugli strumenti ibridi e sul debito *bail-inable* dopo che questo si è pesantemente svalutato (come è accaduto sul mercato nel gennaio 2016): nel suo caso si può scommettere sull'*upside gain*, scegliendo bene le banche e i prezzi/tempi di intervento.

Il capitale di debito *bail-inable* può essere fornito da investitori pazienti (tipicamente fondi sovrani e fondi di investimento azionari), oppure da investitori che perseguono politiche altamente dinamiche e speculative, principalmente i Credit hedge fund e i fondi chiusi specializzati in titoli subordinati o in attività *distressed* (Pascualy, 2013).

Gli specialisti dei *credit fund* non sono certo disposti a sacrificare i loro soldi nel *burden sharing* per salvaguardare quelli dei contribuenti. Prendono posizioni che abbandonano al sopraggiungere delle difficoltà, o al contrario acquisiscono posizioni già deteriorate per i motivi di convenienza tipici degli investitori nel debito *distressed*: o l'occasione di realizzare plusvalenze da recupero su crediti rilevati a prezzi da saldo, o la conquista del pacchetto di controllo mediante l'acquisto delle *fulcrum securities*, cioè gli strumenti di debito e di capitale più junior che si salveranno dalla ghigliottina della riduzione/cancellazione e potranno essere convertiti in azioni ordinarie¹³.

Per le loro caratteristiche di subordinazione, gli strumenti pensati per fare da scudo ai dissesti bancari espongono gli investitori al

¹³ Per sfruttare in maniera più equa e ordinata il meccanismo di riposizionamento della *fulcrum security*, (Carnevale Maffè e Debenedetti, 2016) propongono di estendere il ricorso alla conversione del debito subordinato in azioni nell'ambito di interventi preventivi rispetto alla risoluzione con *bail-in*. “La soluzione alternativa che proponiamo usa gli specifici strumenti di *recovery plan* e di intervento precoce offerti dalla BRRD per prevenire l'aggravarsi delle crisi e per evitare i traumi del *bail-in*. Lo schema prevede due passaggi, entrambi da attuarsi in accordo con l'Autorità di Risoluzione: fissare un obiettivo di copertura dei crediti in sofferenza in linea col mercato; deliberare, per coprire la conseguente perdita prevista nel bilancio, un adeguato aumento di capitale, e, per l'eventuale inoptato, la conversione prima di tutto delle obbligazioni subordinate, e, ove non bastasse, di parte delle obbligazioni senior, con rapporti di concambio incentivanti, legati a possibili clausole di lock-up.” In questo modo il debito subordinato andrebbe a incorporare una quota di valore del controllo della banca post risanamento, aumentando così la propria appetibilità.

rischio di non incassare cedole o di perdere tutto il valore in situazioni di pre-crisi o di risoluzione. Sono pertanto caratterizzati da instabilità del *rating* e da *loss given default* prossima al 100%, che li accomunano alle famigerate tranche di rango *mezzanine* emesse dalle strutture CDO di mutui *subprime* (Antoniades e Tarashev, 2014). (Admati, 2010) contestava alla radice l'idea (accolta nelle definizioni di capitale regolamentare di Basilea III) secondo la quale strumenti ibridi diversi dal capitale proprio potessero, come l'*equity*, assorbire efficacemente le perdite in situazione di *going concern*¹⁴.

Strumenti siffatti hanno un mercato secondario strutturalmente soggetto a picchi di volatilità, a causa delle strategie reattive di controllo dei rischi tipiche dei *trading book* esposti a movimenti di mercato asimmetrici: i rischi di quelle posizioni si gestiscono uscendone tempestivamente prima che le quotazioni cedano, oppure quando cedono ma si possono ancora limitare le perdite alle soglie di *stop loss*. Gli investitori dinamici, per coprirsi, ricorrono anche a *cross hedging* sull'intero spettro degli strumenti emessi dalla banca e sui derivati di credito. Per queste vie, il calo di prezzo dei titoli ibridi si trasmette alle azioni e agli *spread* sui *credit default swap*, con effetti di contagio. Nei primi due mesi del 2016, abbiamo assistito a un incremento abnorme della volatilità delle azioni bancarie e degli strumenti alternativi di capitale, come le obbligazioni *contingent-convertible* della Deutsche bank (Cotterill, 2016).

C'è poi un altro potenziale acquirente di titoli *bail-inable* svalutati: è la stessa banca emittente, che può finanziare l'operazione di riacquisto con emissione di nuove azioni o di altri strumenti ibridi o di debito, o attingendo a riserve di tesoreria. Dal ritiro di una passività a prezzo inferiore a quello di emissione la banca realizza una plusvalenza che va ad incrementare il suo capitale *Core Tier 1*. I *buyback* di strumenti ibridi con lo scopo di fare utili sono cresciuti nel periodo 2009-2013, e hanno prodotto una variazione netta negativa dei *buffer* patrimoniali (Rubberink, Annelies, 2016). Le autorità di Vigilanza hanno potere di non autorizzare queste operazioni, ma non è escluso che le banche emittenti siano indotte a farne un utilizzo

¹⁴ Admati affermava nella sua risposta alla consultazione sul documento di Basilea III: "I urge the committee to consider seriously not allowing any publicly held regulated bank to count non-equity instruments as regulatory capital".

opportunistico, magari selettivo, prima che la situazione di crisi sia palese, e ciò rappresenta un ulteriore elemento di incertezza per gli investitori.

Scontando i molti fattori di incertezza sopra accennati, ci si può rendere conto della difficoltà di prezzare la cedola di un titolo *bail-inable*: gli investitori consapevoli pretenderanno rendimenti elevati, che andranno a deprimere gli utili della banca, con ricadute negative su *earnings per share*, valutazioni di Borsa e costo del capitale di migliore qualità.

In Italia, accanto ai grandi investitori professionali, abbiamo una componente locale importante di capitali pazienti: alludo alle fondazioni bancarie e alla clientela famiglie. Il fatto che una quota di rilievo delle emissioni obbligazionarie della banche, *senior* e subordinate, sia nei portafogli di questi investitori rappresenta un'anomalia italiana¹⁵. Dai conti finanziari elaborati dalla Banca d'Italia, le famiglie detenevano a settembre 2015 poco meno di 200 miliardi di obbligazioni bancarie¹⁶. Al netto dei *covered bond*, sarebbe

¹⁵ Sul tema il Governatore della Banca d'Italia si è espresso nel recente Convegno Assiom-Forex "Nell'introdurre questo delicato cambiamento a livello europeo [la BRRD] non si è prestata sufficiente attenzione alla fase di transizione. Nel corso dei lavori tecnici per la definizione della direttiva il Ministero dell'economia e delle finanze e la Banca d'Italia sostennero, senza trovare il necessario consenso, che un'applicazione immediata e, soprattutto, retroattiva dei meccanismi di *burden sharing* fino al 2015 e, successivamente, del bail-in avrebbe potuto comportare – oltre che un aumento del costo e una rarefazione del credito all'economia – rischi per la stabilità finanziaria, connessi anche col trattamento dei creditori in possesso di passività bancarie sottoscritte anni addietro, in tempi in cui le possibilità di perdita del capitale investito erano molto remote. Le nostre valutazioni furono espresse nelle pubblicazioni ufficiali della Banca d'Italia. Sarebbe stato preferibile un passaggio graduale e meno traumatico, tale da permettere ai risparmiatori di acquisire piena consapevolezza del nuovo regime e di orientare le loro scelte di investimento in base al mutato scenario. Un approccio mirato, con l'applicazione del bail-in solo a strumenti provvisti di un'espressa clausola contrattuale, e un adeguato periodo transitorio avrebbero consentito alle banche di emettere nuove passività espressamente assoggettabili a tali condizioni. Questo approccio, in particolare l'accento sugli strumenti subordinati, sarebbe stato più in armonia con quello adottato dal Financial Stability Board nel determinare i requisiti di TLAC".

¹⁶ Vedi Banca d'Italia, Supplemento al bollettino statistico, 18 gennaio 2016, Tavola 21, http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/conti-finanziari/2016-conti-finanziari/suppl_5_16.pdf.

questa la massa di risparmio che potrebbe essere intaccata dal *bail-in*. Tra queste ci sono le obbligazioni bancarie subordinate, che a fine ottobre 2015 le famiglie detenevano per 31 miliardi, ovvero il 46% dei 67 miliardi in circolazione (Banca d'Italia, 2016).

Si tratta di un problema di grande portata, che non può essere arginato, giustificato o tollerato facendosi scudo con la normativa di protezione degli investitori contenuta nei regolamenti attuativi della direttiva Mifid. I comportamenti superficiali e scorretti ci sono stati, ed è giusto sanzionarli, ma non basta dare la colpa agli investitori imprudenti, o alle banche che hanno fatto *mispricing* e *misselling* dei titoli svalutati, o a rischio di svalutazione.

Il sacrificio di quote importanti di risparmio bancario di fatto inconsapevole non può essere ridotto a un incidente di percorso sulla strada dell'Unione Bancaria Europea. Nel disegno della BRRD, questo *buffer* è programmaticamente messo a disposizione del *burden sharing*. Nella visione di autorevoli economisti, c'è un'alta probabilità che questo accada, e per molti aspetti è un male necessario¹⁷.

Come si suggerisce nelle conclusioni, occorre attuare una ricomposizione della raccolta bancaria prima che i valori di queste emissioni subiscano cali generalizzati: su questa massa, in un mercato così volatile potrebbero avvenire delle redistribuzioni di ricchezza devastanti a danno di moltissimi risparmiatori non qualificati. Una specie di imposta patrimoniale a pezzi. Il problema c'è, lo ereditiamo

¹⁷ In proposito Lars Feld, membro del comitato dei consiglieri economici del Governo tedesco, così rispondeva nel dicembre 2015 in un'intervista al Corriere della sera "Prevedo un pieno *bail-in*. I tagli alle obbligazioni e ai conti correnti sopra i 100 mila euro dovranno aiutare a ristrutturare le banche, perché la Commissione Ue impedirà salvataggi delle banche da parte del governo o sussidi nascosti agli istituti. Non saranno permessi. Ma non credo che l'attuale situazione porterà necessariamente a una richiesta di aiuto al fondo salvataggi Esm. Non prevedo un contagio. In ogni caso, staremo a vedere" (Fubini, 2015). Negli stessi giorni Francesco Giavazzi, commentando il salvataggio delle quattro banche, constatava: "Il nostro debito pubblico, sostengono alcuni, non è poi tanto rischioso perché compensato da una quantità ancor maggiore di ricchezza privata. Bene: ciò che è accaduto il mese scorso è proprio questo. Alcuni cittadini hanno visto una parte della loro ricchezza impiegata per salvare quattro banche, in tal modo evitando che il salvataggio si tramutasse in maggiore debito pubblico. Se questo ci indigna, la si smetta di dire che la ricchezza delle famiglie è una garanzia per il debito pubblico."(Giavazzi, 2015)

dal passato, e non possiamo ignorarlo o negarlo con schematismi cinici o ingenui¹⁸.

2.2. La visione “cartesiana”

All’inquietante visione “hobbesiana” appena tratteggiata ne potremmo contrapporre una “cartesiana”, più rassicurante. Per i seguaci di Cartesio un sistema bancario di tipo tradizionale, come quello italiano, non avrebbe nulla da temere dal *bail-in*.

Tra l’altro, i meccanismi di risoluzione pensati dal Financial Stability Board nel 2011 (Financial Stability Board, 2011) avrebbero dovuto interessare soltanto le istituzioni finanziarie globali di rilevanza sistemica (G-SIFI): così prevedeva anche la prima stesura della BRRD, ma “purtroppo”, per la pressione decisiva della Germania, le regole sul *bail-in* sono state estese alle banche “normali”. Forse saranno introdotti dei correttivi a favore di queste ultime nei *Regulatory Technical Standard* sul *buffer* minimo di passività aggredibili (MREL e TLAC): la Commissione Europea li sta proponendo, ma l’Autorità Bancaria Europea è di diverso avviso (European Banking Authority, 2016).

Ad ogni modo, le banche “cartesiane” non sistemicamente rilevanti confidano che i dispositivi di risoluzione nella pratica non saranno mai applicati a loro, poiché saranno capaci di prevenire il dissesto con strategie equilibrate e prudenti.

Infatti, una banca di tipo tradizionale può operare facendo ricorso minimo a passività esposte a *bail-in*: pensiamo al caso di un intermediario focalizzato sul *narrow banking*, con provvista composta da depositi *retail* e attività ripartite fra titoli liquidi e impieghi a breve termine, con un rapporto impieghi/depositi sotto il 100%, che consente di operare senza provvista all’ingrosso. Pensiamo al caso di un gruppo bancario che fa provvista a medio-lungo termine ricorrendo a *covered bond* (esclusi dal *bail in*) oppure a cartolarizzazione di

¹⁸ Lo stesso problema potrebbe riprodursi nella situazione ideale in cui i titoli bancari aggredibili fossero tutti nelle mani di investitori professionali: quali argini potrebbero frenare il ricollocamento dei titoli “deperibili” in veicoli di cartolarizzazione, fondi di investimento o altre forme di risparmio gestito di massa (come le polizze *unit linked* o i fondi pensione), non diversamente da quanto è accaduto nel mercato delle CDO subprime?

attivi. Aggiungete una dotazione abbondante di capitale di migliore qualità CET1, che rende superfluo un cuscinetto di passività *bail-inable*, e il gioco è fatto.

Il modello di intermediazione “cartesiano” appare familiare in quanto ripropone, riveduti e aggiornati, i tratti dell’ordinamento bancario disegnati dalla legge bancaria del 1936, superati dal Testo unico del 1993¹⁹. Un assetto che minimizzava la trasformazione di rischio/scadenza tra provvista ed attivi bancari, spostando l’erogazione di credito oltre il breve termine su istituti o sezioni di credito speciale che emettevano obbligazioni di pari durata. Tuttavia, la regola dell’equilibrio di scadenze era applicata anche allora con molte eccezioni (Pontolillo, 1980).

Purtroppo, i sistemi bancari, a sette anni dallo scoppio della crisi finanziaria globale, presentano un assetto stravolto rispetto ai modelli equilibrati del *narrow banking* o del credito fondiario alla tedesca. Si sono accumulati degli squilibri enormi. Il problema di fondo è gestire la transizione verso assetti sostenibili a regime, e la vera sfida è disinnescare il rischio di *bail-in* durante questa lunga marcia.

3. *Le risposte concrete*

In Italia, questa sfida richiede una serie di risposte concrete, coraggiose e di vasta portata. Ne possiamo elencare tre, senza pretesa di essere esaurienti, e in maniera necessariamente concisa:

1. progressi rapidi nello smaltimento dello stock di crediti deteriorati; purtroppo i tempi e l’impatto economico-patrimoniale di tale processo sono avvolti da un margine troppo ampio di indeterminatezza a livello di sistema e di singoli gruppi bancari; non si può essere tranquilli quando la provvista ordinaria di alcune banche finanzia crediti deteriorati netti che rimangono sul loro bilancio; il programma GACS di garanzie pubbliche sulle cartolarizzazioni di sofferenze²⁰ può servire a riportare la tranquillità, anche se devono ancora essere chiariti molti dettagli della sua attuazione;

¹⁹ Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385.

²⁰ Il programma, concordato con la Commissione Europea per gli aspetti concernenti gli aiuti di Stato, è disciplinato dagli artt. 3-13 del Decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito

2. la ricomposizione della raccolta, che implica non soltanto il riassorbimento degli strumenti ibridi oggi piazzati presso clienti al dettaglio, ma un ripensamento strutturale delle politiche di *funding* per la creazione di un mercato liquido di *covered bond* o titoli da cartolarizzazione semplici, trasparenti e comparabili²¹; soltanto un piano di migrazione di massa di questo tipo potrebbe giustificare la richiesta alle Autorità europee di un'applicazione graduale del *bail-in*, con modalità da studiare nell'ambito della normativa che è comunque in vigore da quest'anno;

3. il rafforzamento di schemi di protezione istituzionale, secondo una logica mutualistica, capaci di interventi "volontari" in caso di crisi che non configurino aiuti di Stato e prevengano quindi l'innescò della risoluzione; giovano alla stessa finalità gli interventi preventivi dei sistemi di garanzia dei depositi impostati su base volontaria.

Le azioni correttive sopra elencate possono funzionare soltanto se attuate congiuntamente (sono l'una supporto dell'altra), e a una condizione: che le banche tornino a realizzare margini accettabili sull'intermediazione creditizia in un quadro di crescita economica stabile. Intraprenderle e farle funzionare nelle turbolenze del quadro macroeconomico e geopolitico che vediamo svilupparsi intorno a noi è una missione ancora più ardua e vertiginosa, ma non meno necessaria.

Da ultimo, è doveroso accennare in questa sede a un tema molto sentito a livello trentino: la riforma delle banche di credito cooperativo. Tale riforma, avviata con lo stesso decreto-legge che ha introdotto la GACS²², potrebbe essere un caso esemplare di messa in sicurezza rispetto al rischio di *bail-in*. Non a caso il sistema delle BCC e delle casse rurali deve intraprendere tutte e tre le azioni che ho prima elencato, e lo deve fare con soluzioni creative e coraggiose. Dobbiamo

cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio

²¹ Una politica di sostegno al mercato delle cartolarizzazioni sicure e di alta qualità è stata annunciata nel marzo 2014 in un paper congiunto della BCE e della Bank of England, v. (European Central Bank e Bank of England, 2014). Nel novembre 2015 il Comitato di Basilea ha avviato una consultazione finalizzata all'introduzione di requisiti prudenziali di capitale più favorevoli per le cartolarizzazioni "semplici, trasparenti e comparabili" (Basel Committee on Banking Supervision, 2015).

²² Decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, artt. 1-2.

studiare con molta attenzione il Decreto da poco approvato dal Governo, per vedere se ci sono gli spazi per un grande disegno concorde di rilancio del credito cooperativo, che però è in gran parte da scrivere, adattando con giudizio le soluzioni di successo dei maggiori gruppi bancari cooperativi europei.

Insomma, per stare di fronte al fenomeno delle crisi bancarie così come si presenta oggi serve l'atteggiamento giusto. E l'atteggiamento giusto è quello operativo: se una costruzione presenta delle crepe, queste vanno restaurate. Se una parte cede, va ricostruita. È facile cedere alla rassegnazione, rimanere bloccati da un senso di impotenza, scaricare ogni responsabilità personale e aspettare un rimedio dall'alto. Ma non è giusto farlo.

Certamente, sui bilanci delle banche italiane pesano sette anni di recessione severa. Tuttavia, la recessione ha presentato un conto ancora più pesante perché si è fatto troppo poco per resistere e reagire. Si sono accumulati più di 300 miliardi di crediti deteriorati non soltanto per le cattive politiche del credito condotte prima della crisi, ma anche perché dopo il 2008 si sono messi in campo rimedi tampone (moratorie, garanzie pubbliche sul credito, concordati in continuità) e poco altro. Le cure palliative hanno consentito di prendere tempo, e c'era l'urgenza di farlo, ma hanno anche ritardato gli interventi risolutivi, per cui oggi abbiamo uno stock di sofferenze rappresentato per l'80 per cento da crediti verso imprese, con tempi di *workout* e tassi di recupero incerti, che non sempre la banca è in grado di stimare per la presenza di fattori che rendono diverso ogni singolo rapporto. È giusto ora puntare a una più veloce chiusura di queste posizioni, ma occorre farlo curandole una per una. Questo è un esempio di un atteggiamento operativo adeguato ai tempi.

In conclusione, non servono a nulla le disquisizioni sul modello ideale, le polemiche sui comportamenti passati, così come la loro difesa acritica. Ammettiamolo candidamente, socraticamente: sappiamo di non sapere molto sul modo migliore di affrontare le crisi bancarie. Potremo impararlo soltanto assumendoci la responsabilità di fare il meglio che si può, in una prospettiva di bene comune. Soltanto facendo si impara quello che non si è mai fatto, e non si conosce ancora.

Bibliografia

Admati, A. (2010), *Comments on Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, Consultative Document of the Basel Committee on Banking Supervision, August 2010, <https://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/research/documents/AdmaticommentsforBaselCommitteeOct12010.pdf>.

Antoniades, A. e Tarashev, N. (2014), «Securitisations: tranching concentrates uncertainty», *BIS Quarterly Review*, pp. 37-53.

Baldwin, R. e Giavazzi, F. (2016), *How to fix Europe's monetary union: Views of leading economists*, CEPR, Voxeu eBook, <http://www.voxeu.org/content/how-fix-europe-s-monetary-union-views-leading-economists>.

Banca d'Italia (2016), *Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/obbligazioni-subordinate/obbligazioni_subordinate.pdf.

Barbagallo, C. (2015), *Audizione presso la Sesta Commissione Finanze della Camera dei Deputati*, Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano, Roma, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-09122015.pdf>.

Basel Committee on Banking Supervision (2015), *Capital treatment for "simple, transparent and comparable" securitisations - consultative document*, Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/bcbs/publ/d343.pdf>.

Boccuzzi, G. (2015), *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, Bancaria editrice.

Bodereau, P. (2016), *Discrimination at Portuguese bank Novo Banco sets a dangerous precedent*, Financial Times, January 12th, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/198e08ea-b62c-11e5-8358-9a82b43f6b2f.html#axzz40hR6VR2h>.

Carnevale Maffè, C. A. e Debenedetti, F. (2016), *Un «grande swap» per le banche*, Il Sole 24 ore, 21 gennaio,

<http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-01-21/un-grande-swap-le-banche-082928.shtml>.

Cotterill, J. (2016), *The CoCo that popped*, FT Alphaville Blog, <http://ftalphaville.ft.com/2016/02/09/2152719/the-coco-that-popped/>.

European Banking Authority (2016), «Opinion of the European Banking Authority on the Commission's Intention to Amend the Draft Regulatory Technical Standards Specifying Criteria Relating to the Methodology for Setting Minimum Requirement for Own Funds and Eligible

Liabilities According to Article 45(2) of Directive 2014/59/EU»,

European Central Bank e Bank of England (2014), *The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them*, Joint paper, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market.en.pdf.

Financial Stability Board (2011), *Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110219.pdf.

Fohlin, C. (2000), *Economic, Political, and Legal Factors in Financial System Development: International Patterns in Historical Perspective*, California Institute of Technology, Division of the Humanities and Social Sciences, <http://www.hss.caltech.edu/content/economic-political-and-legal-factors-financial-system-development-international-patterns>.

Fubini, F. (2015), «Dovrete colpire i risparmi privati E forse vi servirà un salvataggio Ue», Corriere della Sera, 19 dicembre, http://www.corriere.it/digital-edition/CORRIEREFC_NAZIONALE_WEB/2015/12/19/13/dovrete-colpire-i-risparmi-privati-e-forse-vi-servira-un-salvataggio-ue_U43140361249112QJD.shtml.

Giavazzi, F. (2015), *Attaccare la Ue non ci conviene*, Corriere della sera, 15 dicembre, http://www.corriere.it/editoriali/15_dicembre_27/attaccare-ue-non-ci-conviene-14bfe714-ac65-11e5-9807-438c782270a2.shtml.

Groendahl, B. e Weber, A. (2016), *Pimco's \$12 Billion Standoff Over Austria Bad Bank*, Bloomberg Business, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-16/pimco-holdout-on-austria-bad-bank-portends-12-billion-standoff>.

Knight, F. H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, trad. it. *Rischio*,

incertezza e profitto (1960), *La Nuova Italia*, Firenze, New York, Houghton Mifflin.

Luyendijk, J. (2015), *How the banks ignored the lessons of the crash*, *The Guardian*, September 30th, <http://www.theguardian.com/business/2015/sep/30/how-the-banks-ignored-lessons-of-crash>.

Merton, R. C. e Perold, A. F. (1993), «Theory of Risk Capital in Financial Firms», *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (3), pp. 16-31.

Noisefromamerika (2015), *La surreale vicenda della bancarotta delle banche*, <http://noisefromamerika.org/articolo/surreale-vicenda-bancarotta-banche>.

Pascualy, P. (2013), *Investing in Credit Hedge Funds: An In-Depth Guide to Building Your Portfolio and Profiting from the Credit Market*, New York, McGraw-Hill.

Pontolillo, V. I. (1980), *Il sistema del credito speciale in Italia*, Bologna, Il Mulino.

Rubberink, M. R., Annelies (2016), *Are banks' below-par own debt repurchases a cause for prudential concern?*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2725828.

Sabatini, G. (2015), *Situazione del Settore bancario italiano, Audizione del Direttore generale dell'ABI, Giovanni Sabatini, presso la Commissione Finanze della Camera*, <https://www.abi.it/Pagine/Interventi/Sistema-bancario-italiano.aspx>.

Seminario, M. (2016), *Il mio Paese è differente. Quello è il dramma*, <http://phastidio.net/2016/01/31/il-mio-paese-e-differente-quello-e-il-dramma/>.

Visco, I. (2016), *Intervento del Governatore della Banca d'Italia, 22° Congresso ASSIOM Forex, Torino*, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2016/Visco-300116.pdf>.

La nuova stagione dei siti di comparazione dei prodotti assicurativi: dagli interventi delle *Authorities* europee alle innovazioni della direttiva sulla distribuzione assicurativa

SOMMARIO: 1. La diffusione sul mercato dei siti di comparazione: l'inizio di un processo evolutivo – 2. La lente delle *Authorities* sui comparatori di prodotti assicurativi - 2.1. Le *Good Practices* sui siti di comparazione - 2.2. L'*Opinion* sulle vendite di prodotti assicurativi via Internet - 2.3. Uno sguardo al contesto nazionale - 3. Il punto di svolta: la direttiva sulla distribuzione assicurativa - 4. L'evoluzione dei comparatori e le sfide regolamentari del prossimo futuro.

1. La diffusione sul mercato dei siti di comparazione: l'inizio di un processo evolutivo

Da qualche anno si è diffusa sul mercato una sorta di “comparamania” di informazioni e/o di prodotti da parte dei consumatori che, prima di effettuare scelte di natura finanziaria, fanno ricorso a siti *web* di confronto, a simulatori, aggregatori, preventivatori o ad altri *tools*, frutto dell'applicazione delle nuove tecnologie ai settori finanziari.

La crescente diffusione sul mercato dei siti di comparazione, in particolare, sollecitata dal rapido sviluppo dell'IT (*information technology*) e, nel contempo, dal contesto di vita sempre più digitale dei consumatori, ha decretato, nel volgere di un breve arco temporale, il successo di tali siti quali filtri informativi, finalizzati a contemperare una duplice criticità che spesso condiziona i processi decisionali: eccesso di informazioni da un lato e *deficit* di conoscenze dall'altro¹.

¹ In questo senso propendeva già la comunicazione della Commissione europea recante “*Un'agenda europea dei consumatori – Stimolare la fiducia e la crescita*” [COM(2012) 225 final del 22 maggio 2012, in particolare *sub par.* 3.3], che seguiva la scia tracciata da precedenti comunicazioni finalizzate a stimolare e/o rafforzare la fiducia digitale [cfr. COM(2011) 777 definitivo del 15 novembre 2011 vol.2/2, relativa all’*“Agenda del consumatore europeo – Programma di lavoro della Commissione per il 2012”*; COM(2011) 942 final dell’11 gennaio 2012 su “*Un quadro coerente per rafforzare la fiducia nel mercato unico digitale del commercio elettronico e dei servizi online*”].

La particolare rilevanza acquisita da detti siti ha peraltro coinciso sia con un globale processo di rinnovamento digitale (i.e. digitalizzazione dei servizi finanziari) dei modelli distributivi tradizionali, sia con i cambiamenti connessi al passaggio dalle vecchie alle nuove generazioni di consumatori di servizi finanziari², queste ultime *always connected* e con maggiore familiarità con i *digital channels*³. Versante quest'ultimo sul quale la distribuzione digitale

² Il tema è stato avvertito soprattutto all'estero, come emerge da: Glen Bull, *The Always – Connected Generation*, in *Learning & Loading with Technology*, November 2010; *How digital Behavior Differs Among Millennials, Gen Xers and Boomers*, 21 March, 2013, reperibile sul sito www.emarketer.com; Daniela Yu – Chris Portera, *Insurance Companies Have a Big Problem With Millennials*, in *Gallup, Business Journal*, del 5 marzo 2015, reperibile sul sito <http://www.gallup.com>.

³ Su questo versante decisivi si rivelano i mutamenti registrati di volta in volta nel comportamento dei consumatori, cartina al tornasole di *trend* emergenti legati a nuove esigenze finanziarie da soddisfare nell'ambito di contesti storici innovati dal punto di vista economico e sociale, tecnologico e normativo. E sono proprio detti orientamenti, registrati annualmente sul mercato di rispettiva competenza dalle *Authorities* europee (come evidenziato ad es. nei documenti dell'*EBA Consumer Trends Report 2014 del 28 febbraio 2014* o dell'*EIOPA Consumer Trends Reports 2013 e 2014*) che sollecitano e giustificano processi di monitoraggio e conseguenti decisioni di intervento, anche di tipo regolamentare.

Con riferimento specifico al settore assicurativo, l'EIOPA, nel cercare di fornire una sorta di definizione di “*consumer trends*”, tale da perimetrare in qualche modo l'ambito di supervisione, precisa che intende “*evolutions in consumer behaviour in the insurance and pensions markets related to the relationship between consumers and undertakings (including intermediaries) that are significant in their impact or novelty*”. L'Autorità motiva detta definizione, illustrando altresì che “*the purpose of adopting a broad definition is to make it possible to focus on all stages of product life cycle. 'Trends' therefore means, for example, evolutions in volume, evolution in the way the relationship between consumers and undertakings/intermediaries is determined, but also evolutions that are only emerging in the market and which can play a significant role in the future*” (cfr. *Consumer Trends Report – EIOPA-BoS-13/175 rev1 – 15 December 2013, point 2*).

L'ambito di intervento regolamentare viene peraltro meglio delimitato dalla stessa EIOPA, sulla scorta delle finalità ivi sottese di volta in volta, che evidenziano la particolare rilevanza dei *consumer trends* quali strumento di osservazione sui comportamenti dei consumatori e su possibili rischi per gli stessi. “*Consumer Trends Report are also a valuable tool in detecting trends of consumer detriment and emerging risks. Evolving trends on similar issues may not be reported by national authorities at the same time. As some of the trends highlighted in previous Reports take time to evolve in the different European markets, an emerging trend in a small*

viene progressivamente considerata il canale più promettente per l'acquisizione di nuova clientela nel prossimo futuro⁴.

Diversi fattori hanno quindi contribuito – e stanno tuttora contribuendo – ad un significativo mutamento della geografia distributiva di prodotti finanziari⁵, ove l'(in)successo di nuovi modelli di *business* è determinato principalmente dal comportamento del consumatore.

In questo contesto evolutivo, improntato al *must* del *restyling* tecnologico dei modelli tradizionali⁶, si inseriscono a pieno titolo i siti di comparazione, quale espressione di un percorso distributivo alternativo (ma in taluni casi anche complementare) a quello tradizionale.

Il percorso di riconoscimento degli stessi, quali canali di distribuzione – nelle diverse forme diffuse sul mercato - non è stato però lineare, ma ha registrato diverse resistenze e qualche battuta di arresto, anche in relazione ai timori legati al rischio di disintermediazione dei settori finanziari di diretta incidenza.

Tanto ha allertato in primo luogo gli intermediari che, sempre più stretti tra innovazioni normative da un lato e sfide tecnologiche

number of Member States in one year allows to assess if the risk has the potential to develop in the other Member States or if it is based on the specific features of the concrete national market" [cfr. *EIOPA's Strategy towards a comprehensive risk-based and preventive framework for conduct of business supervision* (EIOPA-16/015 – 11 January 2016), point 6.3)

⁴ L'implementazione di corrette tecnologie di distribuzione digitale offre difatti agli intermediari l'opportunità di soddisfare esigenze emergenti dei consumatori, permettendo loro di confrontare e scegliere più facilmente i prodotti finanziari più adeguati alle loro preferenze.

⁵ Come confermato anche da una ricerca per il settore assicurativo dal titolo "*Digital Insurance in Italia, 36 miliardi di euro passano dalla Rete*" (del 5 marzo 2015, reperibile sul sito www.insidemarketing.it), è proprio la rivoluzione digitale che ha favorito l'emersione di nuovi modelli distributivi improntati prevalentemente e talora esclusivamente sui *digital channels* quale forma complementare rispetto ai modelli tradizionali e talvolta in funzione del tutto alternativa.

⁶ Sulla spinta della rivoluzione digitale e del relativo impatto sul settore finanziari, gli intermediari sono sollecitati a rinnovare processi, modelli di *business* e prodotti.

dall'altro lato, hanno cominciato a temerne le forti potenzialità competitive e la relativa capacità *disruptive*⁷.

In secondo luogo, la crescente rilevanza, in particolare, dei siti comparativi di natura commerciale, il più delle volte non riconducibile ad istituzioni finanziarie incluse nel raggio di azione della vigilanza, ha attirato l'attenzione ora delle singole Autorità europee per i profili di specifica competenza del settore finanziario di pertinenza⁸, ora del Comitato Congiunto (*Joint Committee*) per un esame trasversale - a fronte dei benefici riconosciuti - di eventuali problematiche connesse alla tutela dei consumatori.

Un'esigenza comune intersettoriale pertanto si è andata profilando laddove i siti web di comparazione – seppure con diversa capillarità territoriale nei diversi Stati membri – hanno cominciato a diffondersi a macchia d'olio, con forme e velocità differenti, nei tre settori assicurativo, bancario e finanziario.

Pienamente coinvolto dal nuovo *trend* emergente è stato poi il settore assicurativo che, dopo un primo boom di sviluppo sul mercato di siti di confronto, ha subito qualche contraccolpo in relazione a diversi dubbi di trasparenza, affidabilità e precisione che nel frattempo si stavano addensando sul sistema di comparazione delle informazioni e/o dei prodotti, nella maggior parte dei casi riscontrato.

⁷ E' vero anche che, dopo una prima fase di smarrimento e di azioni di contrasto, è aumentata la percentuale dei *players* sul mercato che ne ha colto le opportunità, anche in funzione di un'espansione dell'ambito operativo, investendo e omologandosi in termini digitali ai cambiamenti in corso.

Di questo tenore l'auspicio di Gabriel Bernardino (*Chairman* of EIOPA) che, consapevole del fatto che il cambiamento proveniente dal digitale non sia di tipo incrementale, bensì potenzialmente dirompente, ha rivolto a tutti i partecipanti al mercato l'invito ad “abbracciare” e cavalcare l'onda dei cambiamenti discendenti dall'era digitale onde sfruttarli per fornire ai consumatori maggiore esperienza e un servizio migliore (cfr. *Insurance distribution in a challenging environment*, Bruxelles, 4 June 2015, reperibile sul sito <https://eiopa.europa.eu>).

⁸ Come precisato da Katja Wurtz (*Head of Cross-Sectoral and Consumer Protection Unit*), la digitalizzazione costituisce un tema che potrebbe essere di vasta portata nel suo impatto e con riferimento al quale i regolatori non conoscono ancora le risposte, pur essendo consapevoli che rappresenterà nel prossimo futuro uno dei principali *leit motiv* dell'attività di supervisione (cfr. “*The future of European market conduct regulation*”, del 12 March 2015, reperibile su <http://eiopa.europa.eu>).

Dapprima avversati quali concorrenti dai tradizionali canali di intermediazione, che ne hanno intravisto una minaccia per il settore, i siti di confronto hanno velocemente recuperato terreno in direzione del riconoscimento quale canale di distribuzione di prodotti assicurativi, in un primo tempo ad opera delle *Authorities*, più di recente con la direttiva 2016/97/UE del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa (d'ora innanzi IDD).

Le diverse tappe del relativo processo evolutivo fino alla svolta finale, recata dall'intervento normativo da ultimo citato, suggeriscono una ricostruzione delle fasi salienti della parabola ascendente che ha ufficializzato sul mercato il ruolo dei comparatori.

2. La lente delle Authorities sui comparatori di prodotti assicurativi

Considerati un canale di distribuzione crescente nel tempo ed un'importante fonte di informazione sui prodotti assicurativi, i siti *web* di confronto hanno cominciato ad essere attivi, nella maggior parte dei casi, sul duplice versante dell'assicurazione automobilistica e di quella sanitaria.

Non si connotano però per caratteristiche univoche, distinguendosi sul mercato diverse tipologie di siti che variano anche in relazione ai servizi offerti nei diversi Paesi (soprattutto per finalità, attività, *status* dell'operatore del sito *web*, modello di *business* e remunerazione, metodo di comparazione).

In particolare, taluni si limitano a comparare informazioni sui prezzi e sulle principali caratteristiche dei prodotti soggetti a confronto, altri si contraddistinguono per eventuali servizi aggiuntivi che arricchiscono quello principale ove l'utente Internet deve compilare preventivamente un questionario ai fini della determinazione del suo profilo.

Ulteriori peculiarità distintive spaziano dal semplice e mero collegamento ipertestuale da parte dei fornitori o stimatori dei prezzi a quelli più sofisticati soprannominati "*shop bots*", consentendo al consumatore, in alcuni casi, di stipulare una polizza assicurativa direttamente *online* oppure tramite un assicuratore o intermediario assicurativo con il quale viene previamente messo in contatto.

A fronte degli tratti genericamente indicati, i siti di comparazione, tuttavia, già nella prima fase di diffusione sul mercato, hanno nel

contempo evidenziato taluni aspetti critici tali da richiedere un intervento delle *Authorities* a tutela del consumatore. Versante quest'ultimo ove é emerso che costui faceva leva quasi esclusivamente sul prezzo piuttosto che sulle caratteristiche del prodotto oggetto di confronto e sulla comprensione dei termini e delle condizioni contrattuali.

Non solo. Il consumatore trascurava una serie di profili di altrettanta rilevanza, quali la gamma di prodotti e dei produttori presi in considerazione dal sito *web*, i potenziali conflitti di interesse, come quelli derivanti dal modello di remunerazione utilizzato dal sito *web* (es. *pay-per click* vs. *pay-per sale*), nonché criteri non trasparenti talora utilizzati per promuovere alcuni dei loro risultati (come “*Top Choice*”, “*Best Buy*” o simili).

I riflettori puntati sui comparatori, in funzione di una disamina più approfondita delle dinamiche interne, ha conseguentemente innalzato l'interesse sul fenomeno in questione, tanto da far assurgere il tema dei siti di confronto ad area di intervento con alta priorità già nell'agenda delle ESAs che peraltro avevano preannunciato la pubblicazione, per il 2014⁹, di una guida “*How to use*”, con la finalità di allertare e contribuire a rendere maggiormente consapevoli i consumatori nell'utilizzo dei siti *web* di comparazione¹⁰.

Nel frattempo l'EIOPA è stata la prima Autorità ad attivarsi, anche in ragione della maggiore diffusione dei comparatori nel settore assicurativo, intervenendo sul tema¹¹ due volte a distanza di un anno:

⁹ Cfr. *2014 Work Programme of Joint Committee of ESAs* (JC-2013-051 del 19 settembre 2013).

¹⁰ I profili maggiormente osservati riguardano, in particolare, i conflitti di interesse dei proprietari del sito *web*, la presentazione di risultati parziali e la gamma dei prodotti e dei produttori presi in considerazione.

¹¹ I ripetuti interventi delle Autorità europee hanno fatto seguito alla valutazione delle caratteristiche peculiari dei siti di confronto e delle relative modalità di comparazione riscontrate, in termini sia di benefici che di eventuali rischi per il consumatore.

Peraltro la crescente diffusione dei comparatori di prodotti assicurativi da un lato ed il ricorso alle informazioni ivi fornite, quale *trend* emergente sul versante consumeristico, già evidenziato negli *EIOPA Consumer Trends Reports* 2013 e 2014, è stato confermato nell'*EIOPA Fourth Consumer Trends Report* (EIOPA-BoS-15-233 del 18 novembre 2015) nel contesto dell'imperante digitalizzazione dei servizi finanziari.

nel 2014 con la pubblicazione di *good practices* rivolte direttamente ai comparatori, nel 2015 con un'*Opinion* destinata invece alle autorità nazionali.

2.1. *Le Good Practices sui siti di comparazione*

Con riferimento al primo versante di intervento, l'EIOPA, a seguito di un processo di monitoraggio sui comparatori diffusi sul mercato, ha pubblicato un *Report on Good Practices*¹² da applicare nella creazione e gestione di siti *web* di comparazione di prodotti assicurativi.

L'esigenza è nata principalmente a fronte di un mercato europeo eccessivamente frammentato e disomogeneo da questo punto di vista, a causa del principio di armonizzazione minima che ha favorito regolamentazioni differenti negli Stati membri ove è stata variamente intesa l'estensione applicativa della direttiva 2002/92/CE (IMD 1) ai siti di comparazione¹³.

Finalità precipua del *Report* è stata quindi quella di colmare – sebbene attraverso uno strumento non vincolante – un vuoto normativo (in attesa della revisione normativa in materia assicurativa)¹⁴ o comunque eliminare trattamenti discriminatori specie sul versante della tutela dei consumatori che vi fanno ricorso.

Il *Report* non si è proposto di dettare linee guida o raccomandazioni, bensì di sintetizzare e riportare i risultati del sondaggio previamente condotto al fine di stabilire buone pratiche di utilizzo dei siti di confronto, improntate soprattutto ai principi della trasparenza, semplicità e correttezza per gli utenti di Internet, benché prive di efficacia vincolante ed applicabili solo su base volontaria¹⁵.

¹² Cfr. *Report on Good Practices on Comparison Websites* (EIOPA-CCPFI-13/100 del 30 gennaio 2014).

¹³ In particolare, l'estensione era motivata dalla possibilità per il consumatore di acquistare direttamente il prodotto assicurativo.

¹⁴ Sulle novità in tema di comparatori, introdotte dalla direttiva 2016/97/UE recentemente emanate, si rinvia *infra*, par. 3.

¹⁵ Nella parte introduttiva delle *Good Practices* viene chiaramente precisato che le stesse “*are not legally binding on competent authorities or financial institutions as defined under Regulation 1094/2010 establishing EIOPA (EIOPA Regulation) and are not subject to the “comply or explain” mechanism provided for under Article 16 of the EIOPA Regulation. Nevertheless, EIOPA expects that the good practices put forward in this report will be adopted by the relevant market players*

Una sorta di guida complementare¹⁶ – come precisato dalla stessa Autorità - rispetto alla legislazione europea e/o nazionale che rimane comunque applicabile a prescindere dal canale distributivo (*online o offline*) utilizzato.

Le *good practices* sono precedute da una prima parte finalizzata a circoscriverne il perimetro applicativo, facendo ricorso – in mancanza di una definizione convenzionale di siti di comparazione – ad una tratteggiata nei seguenti termini: “*insurance comparison websites are understood as interfaces, the objective of which is to display to Internet users a number of insurance offers and compare their prices and/or what is covered*”.

Sulla base di detta delimitazione, sono state individuate tre distinte tipologie di siti web di confronto, riconducibili a:

- 1) Siti commerciali gestiti da privati;
- 2) Siti non commerciali gestiti da associazioni di consumatori e/o dell'industria;
- 3) Siti non commerciali gestiti da autorità pubbliche.

La preventiva attività di catalogazione delle tre *species* si è conclusa con un *focus* sui siti di confronto afferenti alla prima tipologia, ovvero quelli di natura commerciale, talora connotati da rapporti commerciali ed intrecci proprietari con alcune imprese di assicurazione e/o con intermediari assicurativi che rappresentano, nella maggior parte dei casi, la fonte di remunerazione dei siti che ne commercializzano i relativi prodotti.

Nel caso dei siti non commerciali, in assenza di scopi di lucro, i siti tendono solo a raccogliere ed a fornire agli utenti Internet informazioni concise ed aggregate sui prodotti assicurativi oggetto di confronto.

In considerazione della natura commerciale o meno dei siti di comparazione, l'EIOPA ha delimitato l'ambito di applicazione delle *good practices* con riferimento ai siti di confronto suscumbibili nella

on a voluntary basis, and may serve as reference for further work by National Competent Authorities” (cfr. *Report on Good Practices, cit., point 5*).

¹⁶ *Ad adiuvandum*, una guida orizzontale, suscettibile di utilizzo per tutti i siti di comparazione attivi nei tre settori finanziari, è stata altresì predisposta dal *Multi-Stakeholder Group* (cfr. *Comparison Tools – Report from the Multi-Stakeholder Dialogue. Providing consumers with transparent and reliable information*, 18 – 19 March 2013).

prima tipologia indicata, precisando però che anche le altre due *species*, sebbene prive di connotazione commerciale, sono state ugualmente invitate a verificare la conformità delle pratiche adottate nello specifico e, se necessario, ad adeguarsi a quelle indicate nel *Report*.

Nella seconda parte, l'Autorità, una volta identificate le principali caratteristiche ed i differenti modelli di *business* dei siti di confronto, ha elencato le *good practices* con riferimento a sei aree che nel monitoraggio hanno presentato maggiori criticità, quali: l'informativa relativa al sito *web*; l'ambito dei prodotti e dei produttori presi in considerazione sul mercato; la gestione di potenziali conflitti di interesse; i criteri di comparazione usati per la classifica dei prodotti; la presentazione delle informazioni; la frequenza dell'aggiornamento delle informazioni.

2.2. *L'Opinion sulle vendite di prodotti assicurativi via Internet*

Come già accennato¹⁷, nel volgere di un anno, l'EIOPA, tenuto conto dell'importanza dei siti comparativi quale fonte di informazioni e *trend* emergente nella distribuzione dei prodotti assicurativi, è tornata nuovamente sull'argomento continuando ad osservarne le dinamiche evolutive sul mercato, nonché a riportarne i risultati in un'*Opinion*¹⁸ rivolta, questa volta, alle Autorità nazionali.

In realtà, l'*Opinion* reca un richiamo a vigilare e monitorare il mercato assicurativo domestico con riguardo ad un tema di più ampia portata: quello delle vendite di prodotti assicurativi via Internet.

L'interesse dell'Autorità europea è stato mosso dalla finalità di prevenire potenziali danni ai consumatori e, nel contempo, aumentarne la consapevolezza, a fronte della preoccupazione di tutelare adeguatamente sia quelli che già fanno uso dei canali digitali e remoti, sia quelli che in misura crescente manifestano l'intenzione di farvi ricorso per l'acquisto di prodotti assicurativi. Il timore manifestato è quindi connesso agli sviluppi del mercato e della

¹⁷ V. *supra* par. 2.

¹⁸ Cfr. *Opinion on sales via Internet of Insurance and pension products* (EIOPA-BoS-14/198 del 28 gennaio 2015).

digitalizzazione dei servizi finanziari, ove le autorità di supervisione sono tenute a far fronte ad eventuali danni per i consumatori.

Difatti, pur consapevole dei possibili benefici che possono discendere dalla distribuzione di prodotti assicurativi via Internet, l'EIOPA mostra altrettanta preoccupazione per la corrispondente nascita di nuovi rischi originati dall'uso di *digital channels* e la cui natura è non risulta ancora chiaramente individuata.

In particolare, i risultati di un'indagine condotta dalla stessa Autorità e basata su una mappatura delle modalità di vendita *online* ha evidenziato una serie di carenze comportamentali con corrispondenti effetti indesiderabili sul versante dei consumatori. Le inefficienze sono state riscontrate con riguardo sia alle informazioni disponibili, sia alla consulenza prestata. Nel primo caso, se la ricerca digitale può aiutare le scelte informate dei consumatori, diminuendo le asimmetrie informative che esistono tra consumatori da un lato ed intermediari e imprese di assicurazione dall'altro lato, problematici possono rivelarsi l'eccesso di informazione *online* ed i metodi di filtraggio e presentazione, non sempre improntati a criteri di trasparenza. Contesto in cui il consumatore peraltro tende a tralasciare la lettura di documenti *standards* relativi alle caratteristiche dei prodotti acquistati *online*, per focalizzarsi piuttosto sul prezzo del prodotto o del servizio.

Sul versante della consulenza l'EIOPA ha poi riscontrato altre criticità circa le modalità con cui gli intermediari e le imprese di assicurazione assolvono ai conseguenti obblighi in occasione di una vendita *online*. La consulenza prestata si rivela insufficiente, spingendo i consumatori ad acquistare prodotti inadeguati alle proprie esigenze.

Parimenti, scarsa comprensione da parte del consumatore, unitamente alla mancanza di chiarezza circa il processo di acquisto *online*, hanno spesso condotto verso la conclusione inconsapevole di contratti non richiesti¹⁹.

Proprio in considerazione delle criticità indicate, l'EIOPA, nel ribadire che la distribuzione *online* non esonera dal rispetto della normativa europea attuale e futura in tema di prestazione dei servizi

¹⁹ La fattispecie in questione ricorre nei casi connotati da varie opzioni o campi da spuntare, sebbene talvolta tali campi siano spuntati dal distributore come opzioni fallite.

finanziari ai consumatori (ivi inclusa, in particolare, quella della commercializzazione a distanza), ha richiamato le autorità nazionali, invitandole a monitorare il mercato interno con riferimento all'uso di Internet come canale distributivo.

2.3. *Uno sguardo al contesto nazionale*

Lo stato di allerta, manifestato già in ambito comunitario, ha trovato un seguito anche nel contesto nazionale ove l'Autorità competente ha avviato nel corso dello stesso anno (i.e. 2014) un'indagine sui comparatori operanti nel mercato assicurativo italiano. Indagine che, se per un verso è stata condotta su sei siti comparativi, tutti riconducibili ad intermediari assicurativi e quindi soggetti alla vigilanza dell'Ivass, per altro verso ha riproposto le stesse problematiche evidenziate nel *Report* dell'EIOPA, giungendo infine a prescrivere taluni interventi a carico dei destinatari e la pubblicazione di taluni consigli per i consumatori²⁰.

Nell'ambito dell'intermediazione assicurativa *online* quello sui siti comparativi non ha costituito però un intervento isolato dell'Ivass, che ha messo in campo ulteriori azioni a tutela del consumatore di servizi assicurativi.

Su questo versante si segnala in particolare il caso dei preventivi r.c. auto forniti *online*, con riferimento ai quali l'Ivass, con lettera del 1° aprile 2015, ha precisato che le imprese di assicurazione non devono offrire, unitamente alla garanzia r.c. auto, altre coperture assicurative in automatico, senza alcuna richiesta espressa da parte del consumatore, né tanto meno il cliente, se non interessato, deve deselezionare dette garanzie accessorie (*opt-out*)²¹.

L'Autorità però, ben consapevole delle tendenze evolutive dei modelli di offerta a distanza dei prodotti assicurativi tramite l'utilizzo di strumenti tecnologici di nuova generazione, ha manifestato la sua

²⁰ Trattasi, in particolare, dell'indagine sui siti comparativi nel mercato assicurativo italiano (novembre 2014); dell'indagine sui siti comparativi – Risultanze e conseguenti interventi di vigilanza; dell'indagine sui siti comparativi – Cinque consigli per i consumatori, tutte reperibili sul sito www.ivass.it.

²¹ Le precisazioni indicate si sono rese necessarie a seguito dell'emanazione di due provvedimenti dell'AGCM (PS8651 e PS9167) nei confronti di due imprese di assicurazione che avevano applicato il meccanismo citato nel testo.

intenzione di continuare a monitorare gli sviluppi del settore, per valutare l'opportunità di un eventuale intervento specifico in materia in funzione della protezione degli assicurati, dal momento che, sulla scorta di quanto evidenziato in comunicato stampa del 27 marzo 2015, “un cliente digitalizzato non è per definizione un cliente finanziariamente o assicurativamente evoluto e va adeguatamente tutelato”.

3. *Il punto di svolta: la direttiva sulla distribuzione assicurativa*

L'intervento dell'Autorità, prima europea poi nazionale, ha in qualche modo colmato un vuoto normativo nell'ambito di uno scenario *in fieri* ed aperto alle molteplici evoluzioni tecnologiche emergenti sul mercato assicurativo.

La *digital insurance*²², ovvero l'applicazione delle nuove tecnologie al settore assicurativo, come già accennato, ha aperto (o meglio, acceso!) un dibattito tra sostenitori e detrattori delle novità digitali²³ in fase di progressiva espansione nell'ambito della

²² Sulle prospettive del settore assicurativo nell'era digitale e sulla diffusione di nuove modalità di comunicazione, di interazione tra intermediari assicurativi e consumatori, nonché sull'utilizzo di nuovi *tools* nella prestazione dei servizi assicurativi si segnalano i risultati delle ricerche condotte da: Capgemini – Efma, *2015 World Insurance Report*; Swiss Re, *Life insurance in the digital age: fundamental transformation ahead*, in *Sigma*, n. 6/2015.

Con riferimento invece ai passi regolamentari fatti in ambito nazionale nel contesto di una progressiva, seppure lenta digitalizzazione dei servizi assicurativi, una valutazione della innovazioni normative in materia si deve a Maurizio Hazan, *Il mercato assicurativo nell'era della comunicazione digitale: analisi di una svolta e di una disciplina in cerca di assetto*, in *Danno e responsabilità*, n. 5/2013, 461.

²³ Molto più acceso è stato – e per certi versi si presenta tuttora – il dibattito sorto su altro aspetto della digitalizzazione dei servizi finanziari, quello del *FinTech* che parallelamente discende dall'applicazione della tecnologia al settore della finanza e che si rivela più avanzato nelle forme e nei *tools* utilizzati rispetto a quelli diffusi in ambito assicurativo, tanto da far intravedere forme di interazione intermediario-cliente interamente automatizzate, basate sull'uso di algoritmi, integrate o del tutto prive di qualunque intervento umano.

Per una prima valutazione sulle varie modalità applicative e sulle possibili coordinate normative e regolamentari si rinvia a Maria-Teresa Paracampo, *La nuova frontiera dei robo-advisor*, in *BancaFinanza*, n. 7/2015, 54; nonché *Nuove tecnologie e sfide regolamentari: la tutela dell'investitore nella consulenza digitale*, in *MyAdvice*, n. 3/2015, 29.

distribuzione dei prodotti assicurativi, tanto da influenzare anche le ultime fasi del percorso di approvazione della direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD)²⁴.

Nell'*iter* di definizione della IDD diviene crescente l'attenzione del legislatore ed il conseguente riconoscimento ufficiale dei siti web di comparazione quale canali di informazione e distribuzione assicurativa a tutti gli effetti, come tali soggetti, al pari di tutti gli altri distributori di prodotti assicurativi, al medesimo statuto normativo²⁵.

“Comparando” i testi adottati sul punto in questione negli ultimi *steps* legislativi emerge però un orientamento ondivago, specie nei parametri applicativi, talora di incerta applicazione (pratica).

Va infine ricordato che il tema è stato di recente posto sotto osservazione dalle ESAs che, tramite il Joint Committee, hanno pubblicato un *Discussion Paper on automation in financial advice* (JC 2015 080 – 4 December 2015).

²⁴ Cfr. COM(2012) 360 final del 3 luglio 2012, recante proposta di direttiva sull'intermediazione assicurativa (rifusione). La proposta di direttiva ha seguito un *iter* travagliato che ha ritardato l'approvazione del testo definitivo, nonché modificato il perimetro applicativo, dapprima riservato agli intermediari, ora esteso a tutti i canali di distribuzione. Motivazione quest'ultima alla base della mutata denominazione che da “direttiva sull'intermediazione assicurativa” (IMD2) è divenuta “direttiva sulla distribuzione assicurativa” (IDD).

Tra i primi commenti sulle novità della proposta di direttiva si segnalano: Pierpaolo Marano, *Quale mercato per l'intermediazione assicurativa? Riflessioni sulle possibili modifiche all'IMD*, in *Assicurazioni*, 2011, I, 207; Silvia Colombo – Luca Emanuele Lanza, *Il processo di revisione della direttiva europea sulla intermediazione assicurativa*, in questa *Rivista*, marzo 2013.

²⁵ La finalità principale che ha spinto il legislatore ad intraprendere una direzione differente da quella iniziale, imperniata esclusivamente sull'intermediazione, per virare successivamente verso la distribuzione assicurativa, va individuata nella pluralità e diversità delle categorie deputate alla distribuzione che avrebbero determinato condizioni eterogenee di trattamento normativo sia degli operatori che dei consumatori.

Invece questi ultimi “dovrebbero beneficiare dello stesso livello di tutela nonostante le differenze esistenti tra i canali di distribuzione. Per garantire che si applichi lo stesso livello di tutela e che il consumatore possa beneficiare di norme comparabili, in particolare per quanto riguarda la comunicazione di informazioni, è essenziale creare condizioni di parità tra i distributori” (cfr. *considerando* n. 6).

L'esigenza pertanto di introdurre condizioni omogenee di concorrenza, per tutelare al meglio i consumatori, ha reso necessario estendere l'applicazione della direttiva a tutte le vendite di prodotti assicurativi (in tal senso il *considerando* n. 7).

I siti di comparazione cominciano difatti a trovare cittadinanza assicurativa tra i canali di distribuzione solo in fasi successive alla presentazione della proposta di direttiva.

Il loro ingresso viene registrato solo a seguito degli emendamenti suggeriti dalla Commissione per il mercato interno e la protezione dei consumatori ed approvati dal Parlamento europeo in data 26 febbraio 2014²⁶. Sulla stessa scia si pone anche il testo approvato dal Consiglio dell'Unione Europea il 28 ottobre 2014, presumibilmente a seguito delle evidenze riportate dapprima nei *Consumer Trends Report* per il 2013 e il 2014²⁷, nonché su un chiaro invito della stessa Autorità europea in funzione dell'introduzione di regole armonizzate in materia, che superassero che i differenti regimi registrati negli Stati membri²⁸.

Nella prima versione offerta un comma *ad hoc*²⁹, da un lato annoverava espressamente e congiuntamente aggregatori, siti *web* di

²⁶ L'emendamento proposto era finalizzato ad estendere l'ambito di applicazione della direttiva in modo da imporre obblighi maggiori ai siti *web* di confronto dei prezzi, onde allinearli agli intermediari assicurativi operanti in sedi non virtuali. Il risultato ha portato all'integrazione della definizione di intermediazione assicurativa nel testo del Parlamento europeo ove l'art. 2, par. 1, co. 2 precisava che "l'informazione su uno o più contratti di assicurazione sulla base di criteri che il cliente sceglie tramite un sito Internet o altri supporti, nonché la messa a disposizione di una classifica di prodotti assicurativi, compreso il confronto di prezzo o prodotto, o lo sconto sul premio quando al termine del processo il cliente sia in grado di concludere direttamente un contratto di assicurazione utilizzando un sito Internet o altri supporti sono considerati come intermediazione assicurativa".

²⁷ Da evidenziare che il fenomeno del ricorso ai siti di comparazione e la relativa "popolarità" tra i consumatori di servizi assicurativi è stato confermato anche dal recente *EIOPA Fourth Consumer Trends Report* (EIOPA-BoS-15-233 del 18 novembre 2015).

²⁸ Cfr. *Report on Good Practices*, cit. point 11, ove si spiega che: "EIOPA Members confirmed that: Some members indicated that further clarification on the applicability of the Insurance Mediation Directive (IMD) to comparison websites may be needed as the transposition of IMD into national legislation differs per country. There was strong support among the EIOPA Members for comparison websites to be regulated in a harmonised manner across the EU under the Insurance Mediation Directive – Recast (IMD2)".

²⁹ Cfr. art. 2, par. 3, comma 2, IDD: "The provision of information on one or more contracts of insurance in response to criteria selected by customer, whether via an aggregator or price comparison website or other means, or the provision of a ranking of insurance products or a discount on the price of a contract, shall also be

comparazione dei prezzi o altri mezzi finalizzati a fornire informazioni su uno o più contratti di assicurazione in risposta a criteri selezionati dal consumatore, dall'altro lato utilizzava quale elemento scriminante, ai fini della sussumibilità nell'ambito della distribuzione assicurativa, il parametro della remunerazione diretta o indiretta da parte del distributore assicurativo o del consumatore. Profilo quest'ultimo di importanza non secondaria che, involgendo – come precisato nello stesso testo – vantaggi di natura sia finanziaria che non finanziaria, sulla scia della nuova normativa adottata da Mifid 2 in tema di *inducements* – riportava inequivocabilmente al carattere commerciale del sito *web* di comparazione.

In via speculare, restavano pertanto escluse dal perimetro applicativo così delineato i siti Internet gestiti da autorità pubbliche o associazioni di consumatori, privi di una finalità lucrativa.

Diversamente, nell'ultimo *step* dell'*iter* di approvazione, poi confluito nel testo della direttiva IDD³⁰ viene offerta una differente prospettiva ove il tema in questione viene sottoposto a significative limature che ne modificano l'impostazione sistematica ed i margini applicativi inizialmente individuati.

Il risultato di detta operazione è racchiuso nell'art. 2, par. 1, n. 1), direttiva 2016/97/U, il quale delimita il perimetro applicativo della 'distribuzione assicurativa' con riferimento alle "*attività consistenti nel fornire consulenza, proporre contratti di assicurazione o compiere altri atti preparatori relativi alla conclusione di tali contratti, ovvero collaborare, segnatamente in caso di sinistri, alla loro gestione ed esecuzione, inclusi la fornitura di informazioni, relativamente a uno o più contratti di assicurazione, sulla base di criteri scelti dal cliente tramite un sito Internet o altri mezzi e la predisposizione di una classifica di prodotti assicurativi, compresi il confronto tra il prezzo e*

considered as insurance distribution for the purposes of this Directive when this activity is remunerated directly or indirectly by an insurance distributor or by the customer".

In particolare, detta disposizione seguiva quella relativa alla definizione di distribuzione assicurativa ed era inclusa nella casistica delle fattispecie che ampliavano il novero di quelle sussumibili nel *genus* dei distributori.

³⁰ Si tratta dell'ultima versione recata dal testo sul quale è stato raggiunto l'accordo politico delle Istituzioni comunitarie il 2 luglio del 2015, poi confluito – a seguito dell'approvazione da parte del Parlamento europeo nel mese di novembre e del Consiglio europeo nel mese di dicembre – nella direttiva 2016/97/UE.

il prodotto, o lo sconto sul premio di un contratto di assicurazione, se il cliente è in grado di stipulare direttamente o indirettamente un contratto di assicurazione tramite un sito Internet o altri mezzi”.

Due elementi di novità appaiono di immediata evidenza.

In primo luogo, dal punto di vista sistematico il riferimento ai siti di comparazione perde consistenza quale autonoma fattispecie per confluire nell'*unicum* della definizione relativa alla distribuzione assicurativa, ove peraltro vengono meno i riferimenti espressi tanto agli aggregatori quanto ai siti *web* di confronto, a favore di una formulazione più generica e tendenzialmente omnicomprensiva. La formula di chiusura (i.e. *other media*) appare poi improntata ad un principio di neutralità tecnologica, lasciandone così ‘aperta’ l’applicazione ad ulteriori fattispecie, frutto delle evoluzioni digitali, che in futuro dovessero svilupparsi sul mercato assicurativo.

In secondo luogo, muta radicalmente il presupposto applicativo, non più individuato nella remunerazione, bensì nella possibilità per il consumatore di concludere il contratto assicurativo al termine del processo tecnologico svolto a distanza.

In definitiva, dall’esame comparativo della nuova con la vecchia formulazione appare spostato l’ago della bilancia, dal momento che se nella prima versione assumeva rilevanza determinante e discriminante ai fini della sussumibilità della fattispecie nel raggio di azione della direttiva la provenienza della remunerazione – diretta o indiretta – del comparatore (dal distributore assicurativo o dal consumatore). Profilo che sicuramente denotava, come già evidenziato, il carattere commerciale del sito di comparazione, ma lasciava altresì intendere l’esistenza di possibili conflitti di interesse (i.e. nel caso di remunerazione da parte del distributore) su cui, nel testo definitivo, il legislatore ha preferito glissare eliminando ogni riferimento di sorta.

Il profilo remunerativo viene quindi eliminato per lasciare il posto ad altro elemento – prima assente - ritenuto ora decisivo per il fine già indicato: quello dell’abilità del consumatore a concludere direttamente o indirettamente il contratto assicurativo utilizzando mezzi di comunicazione a distanza, siano essi siti *web* o mezzi di altro genere.

In altri termini, il processo deve essere attivato dal consumatore che, in risposta ai criteri selezionati, ottiene le informazioni richieste in relazione ad uno o più contratti assicurativi, sulla scorta delle quali provvede a concludere – sempre a distanza – il contratto medesimo,

direttamente tramite il sito di comparazione o indirettamente tramite il *link* del distributore con cui sia stato messo previamente in contatto.

Alla luce del contesto delineato rimane in penombra la posizione dei siti che svolgono semplicemente attività informativa e si limitano a confrontare informazioni e prodotti, senza però spingersi ulteriormente nel processo di conclusione del contratto.

Dal tenore letterale della definizione di distribuzione assicurativa sembra potersi evincere la rilevanza determinante della possibilità di portare a termine il processo contrattuale ai fini della stessa qualificazione dei comparatori quali canali di distribuzione a tutti gli effetti. Elemento la cui sussistenza condiziona – per converso – l’esclusione dal raggio di azione della direttiva, sulla scorta di elementi presuntivi ricavabili dalle fattispecie elencate in negativo *sub* par. 2, lett. c) e d), ove l’attività è circoscritta alla “mera fornitura di dati e informazioni”, non seguita da “ulteriori iniziative di assistenza nella conclusione di un contratto di assicurazione”³¹.

Infine, anche nel nuovo testo rimane ferma – in via speculare – l’esclusione dall’ambito di applicazione della direttiva dei siti comparativi creati e gestiti da autorità pubbliche o da associazioni di consumatori che si limitano a confrontare i prodotti assicurativi disponibili sul mercato e non mirano alla conclusione di contratti³².

³¹ “Ai fini del paragrafo 1, punti 1) e 2), nessuna delle seguenti attività si considera come distribuzione assicurativa o distribuzione riassicurativa:

c) la mera fornitura di dati e informazioni su potenziali assicurati a intermediari assicurativi, intermediari riassicurativi, a imprese di assicurazione o a imprese di riassicurazione se il fornitore non intraprende ulteriori iniziative di assistenza nella conclusione di un contratto di assicurazione;

d) la mera fornitura di informazioni su prodotti assicurativi o riassicurativi, su un intermediario assicurativo, su un intermediario riassicurativo, su un’impresa di assicurazione o su un’impresa di riassicurazione a potenziali assicurati se il fornitore non intraprende ulteriori iniziative di assistenza nella conclusione di un contratto di assicurazione”.

³² La specificazione non ricorre nel testo normativo, tra le fattispecie escluse dall’ambito applicativo della direttiva, bensì viene ribadita solo nel *considerando* n. 12.

Conformemente, la *ratio* sottesa all’esclusione indicata giustifica altresì quella che porta le ESAs a porre fuori dal campo di osservazione degli *automated tools* utilizzati per la prestazione di servizi finanziari i siti *web* dedicati all’educazione finanziaria, oppure ogni strumento o portale sviluppato da pubbliche autorità o da

Purtuttavia, con riferimento a dette ipotesi, l'EIOPA ha già precisato nel *Report on Good Practices on Comparison Websites* che anche i siti non commerciali gestiti da Autorità, se non linea con le buone pratiche ivi riportate, sono invitate ad adeguarsi.

4. *L'evoluzione dei comparatori e le sfide regolamentari del prossimo futuro*

I siti di comparazione si confermano però un fenomeno che rimane sotto osservazione, nelle diverse e mutevoli sfaccettature evolutive con cui operano sul mercato che, su questo versante, risulta proiettato verso nuovi lidi digitali.

Si stanno difatti delineando due percorsi paralleli: uno di carattere più generale, attivato dalle Istituzioni comunitarie e finalizzato ad intervenire dal punto di vista normativo per il conseguimento degli obiettivi del mercato unico europeo, l'altro condotto dalle Autorità di supervisione con un approccio specifico e mirato con riguardo alle piattaforme e a tutti i *tools* o *digital channels* che consentono una prestazione automatizzata di servizi assicurativi.

Sul primo versante l'impulso, fornito ai siti di comparazione dalla direttiva sulla distribuzione assicurativa, potrebbe essere destinata a non rimanere un caso isolato, bensì a segnare solo il primato normativo, cui potrebbero far seguito altri interventi volti a migliorarne le potenzialità ed a mitigarne eventuali rischi per il consumatore.

Diversi fattori fanno propendere per un maggiore utilizzo dei comparatori nelle scelte finanziarie dei consumatori, con conseguente estensione sia negli Stati membri che ne sono privi, sia nei segmenti di prodotti di altra natura, come vivamente auspicato dalla Commissione europea nella recente consultazione sul *Green Paper on retail financial services. Better products, more choice, and greater opportunities for consumers and business*³³, che individua nei siti *web* di confronto – unitamente all'uso delle innovative tecnologie digitali – un canale proficuo per incrementare l'operatività *cross-border*,

associazioni di consumatori (cfr. *point 28 of Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice* – JC 2015 080 del 4 dicembre 2015).

³³ Cfr. COM(2015) 630 del 10 dicembre 2015.

obiettivo fondamentale ed imprescindibile - nella prospettiva di un mercato unico europeo per i servizi finanziari al dettaglio, ancora eccessivamente frammentato - sia di una maggiore concorrenza tra fornitori, sia della possibilità di scelta per i consumatori³⁴.

In questo contesto, con lo sguardo rivolto all'indicata finalità, vengono tracciati i *drivers* per un percorso teso anche a ridurre gli ostacoli di tipo normativo al commercio transfrontaliero di servizi³⁵.

Altra linfa per la proliferazione delle piattaforme di comparazione proviene poi dal percorso intrapreso trasversalmente e finalizzato alla creazione di un mercato unico digitale in Europa, come descritto nella comunicazione della Commissione europea recante "*Strategia per il mercato unico digitale in Europa*"³⁶.

³⁴ Dal canto loro i consumatori potrebbero beneficiare di prodotti più adeguati alle loro esigenze usufruendo di informazioni accessibili tramite canali utili per conoscere i prodotti disponibili in altri Stati membri e di comprenderne le caratteristiche. Canali riconducibili, a titolo esemplificativo, agli intermediari finanziari, ai siti *web* di confronto indipendente oppure servizi di consulenza finanziaria indipendente su Internet.

³⁵ Difatti, come si legge nel *Green Paper*, "i siti di confronto indipendenti possono rivelarsi utili garantendo che i consumatori vengano a conoscenza dell'esistenza di prodotti, ma il loro maggiore vantaggio risiede nel sostegno fornito ai consumatori nel processo di cambiamento, aiutandoli a valutare e a scegliere i prodotti più idonei alle loro esigenze. L'EIOPA ha scoperto che i siti web di confronto incentivano la concorrenza tra assicuratori e intermediari assicurativi contribuendo ad aumentare la trasparenza e la comparabilità di informazioni disponibili per i consumatori. Questo concetto potrebbe applicarsi anche ad altri segmenti di prodotti, nonché a Stati membri che, al momento, non dispongono di tali strumenti, benché occorra considerare che molti siti *web* di confronto sono talvolta carenti nella descrizione dei parametri e degli aspetti raffrontati, concentrandosi spesso eccessivamente sul prezzo. I siti web di confronto sono molto comuni nel settore assicurativo e la direttiva sui conti di pagamento ha introdotto l'obbligo di creare almeno un sito web di confronto (con criteri qualitativi stabiliti) a livello nazionale che presenti le offerte dei servizi di conto bancario, compresi i canoni applicati, da parte delle diverse istituzioni finanziarie" (cfr. pp. 14 e 15).

Con riferimento al versante da ultimo indicato, si rammenta che la nascita di un comparatore di prodotti bancari, già prevista nel d.d.l. competitività, è in fase di stallo per i ritardi maturati nell'*iter* di approvazione del citato decreto. Sul punto in questione e sulle caratteristiche di detto sito di comparazione, si rinvia alle riflessioni di Aldo Angelo Dolmetta – Ugo Malvagna, "*Sui comparatori on-line di prodotti finanziari*", in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 11/2015, *dirittobancario.it*.

³⁶ Cfr. COM(2015) 192 final del 6 maggio 2015.

Tra le diverse iniziative comunitarie da attuare³⁷ un particolare *focus* è riservato proprio alle potenzialità di crescita esponenziale delle piattaforme *online* e degli strumenti digitali per la prestazione di per la prestazione di servizi finanziari, anche in questo caso, previa rimozione e conseguente regolamentazione – a livello comunitario – di taluni ostacoli alla tutela del consumatore.

In questo contesto, tra i versanti che necessitano di interventi specifici nella prospettiva della creazione di un mercato unico digitale, le piattaforme *online*³⁸ sono individuate in funzione del ruolo di crescente e maggiore centralità sia nella vita sociale che economica, apportando benefici tanto ai consumatori che in tal modo possono reperire velocemente informazioni necessarie, quanto per le imprese che possono sfruttare i vantaggi del commercio elettronico.

Ruolo che li ha fatti assurgere “al rango di operatori concorrenti in molti comparti dell’economia”, mentre “l’uso che fanno del loro potere di mercato pone vari interrogativi sui quali è utile un’analisi più approfondita che vada oltre l’applicazione del diritto della concorrenza in casi specifici”.

Tanto a causa del potere sempre maggiore che talune piattaforme esercitano sul mercato, in grado di controllare l’accesso ai mercati online e di influire pesantemente sulla remunerazione dei diversi operatori del mercato. Preoccupazioni vengono sollevate in particolare sull’opacità relativa al modo in cui sono utilizzate le informazioni

³⁷ Il fine ambizioso che ispira la comunicazione citata ed anima la costruzione della struttura normativa che reggerà il mercato unico del digitale connesso è tutto racchiuso nelle parole del presidente della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, il quale invita a “sfruttare in maniera decisamente migliore le notevoli opportunità offerte dalle tecnologie digitali, che non conoscono confini. Per realizzare questo obiettivo dovremo avere il coraggio di superare i compartimenti stagni delle regolamentazioni nazionali nel settore delle telecomunicazioni, nella legislazione sui diritti d’autore e sulla protezione dei dati, nella gestione delle onde radio e nell’applicazione del diritto della concorrenza”. Così facendo i consumatori potranno avere accesso a servizi sui loro dispositivi elettronici ovunque in Europa e indipendentemente dal Paese in cui si connettono, mentre le imprese, in presenza di condizioni eque, potranno offrire servizi nell’Unione europea osservando le medesime norme sulla protezione dei dati e dei consumatori, indipendentemente dal luogo in cui si trovano i loro server.

³⁸ Piattaforme identificate, a titolo esemplificativo, nei motori di ricerca, social media, piattaforme di commercio elettronico, *app store*, siti di confronto prezzi, etc.

acquisite³⁹, sul forte potere contrattuale rispetto a quello dei clienti, che si riflette talvolta sul tenore delle clausole, di politiche di prezzo non trasparenti e condizioni di vendita. Tutti profili critici che si incrociano con quelli già evidenziati con riguardo al settore assicurativo.

La Commissione, in particolare, si è impegnata ad effettuare “una valutazione globale del ruolo svolto dalle piattaforme, compreso nell’economia collaborativa, e degli intermediari *online* toccando temi quali: i) la trasparenza, ad es. nei risultati delle ricerche (caso dei collegamenti ipertestuali a pagamento e/o delle inserzioni pubblicitarie); ii) uso che le piattaforme fanno delle informazioni che raccolgono; iii) relazioni tra piattaforme e fornitori /prestatori; iv) limitazioni della capacità delle persone e delle imprese di lasciare una piattaforma a favore di un’altra; v) vaglio delle migliori soluzioni per contrastare i contenuti illeciti su Internet”.

Sebbene il tema – come è stato precisato – sia oggetto di una valutazione complessiva, non per singoli settori, con riferimento specifico ai punti su indicati, involge pienamente anche il settore finanziario. E la chiarezza sui profili che presentano maggiori criticità potrà solo fornire nuovo slancio, contribuendo ulteriormente allo sviluppo ed alla proliferazione delle piattaforme *online* nel settore assicurativo, come peraltro evidenziato da diverse ricerche condotte sul mercato⁴⁰ in relazione allo stato dell’arte e soprattutto alle prospettive future della *digital insurance*.

³⁹ Le preoccupazioni sono legate principalmente alla gestione dell’enorme patrimonio informativo sui dati relativi ai consumatori che utilizzano le piattaforme *online* e sul conseguente uso che ne vien fatto a seguito della relativa trasformazione mediante algoritmi in informazioni utili sui *trends* e sui comportamenti dei consumatori.

Le problematiche derivanti dal tema noto come Big Data dovrebbero costituire uno dei principali *driver* di prossimo intervento comunitario, in un contesto penalizzato anche in questo caso da frammentarietà della regolamentazione.

A tal fine si segnala il recente intervento della FCA che sul punto in questione ha già avviato un percorso di approfondimento e valutazione delle criticità in campo, con specifico riferimento al settore assicurativo, mediante la pubblicazione di un *Call for Input on “Big Data in retail general insurance”*, 24 November, 2015.

⁴⁰ *Inter alia*, oltre quelle già citate *infra*, si segnalano: Atticus (Market Research Consultancy), *Price comparison website: consumer market research*, (Prepared for the Financial Conduct Authority), June, 2014; Towers Watson, *The shifting balance of power. Consumer survey of financial services buying trends in Europe*, March

Quindi avanti tutta sulla strada delle riforme, ove la bussola dovrà essere rappresentata dalla rivoluzione digitale e dai comportamenti mutati dei consumatori, fattori entrambi che dovranno sempre essere presi nella dovuta considerazione, unitamente alle finalità precipue di modernizzare e semplificare le norme che disciplinano gli acquisti in linea e digitali dei consumatori.

In questo contesto i comparatori rappresentano solo la punta dell'*iceberg* di un processo evolutivo che se per verso annovera già sul mercato assicurativo nel ramo danni la presenza attiva di colossi quali Google e Amazon, per altro verso rischia di trasformarsi velocemente in una realtà in qualche modo superata, dal momento che si registrano i primi “comparatori di comparatori di prodotti assicurativi” che, appunto valutano e mettono a confronto la qualità dei servizi offerti dai diversi siti di confronto presenti sul mercato.

I comparatori potranno così diventare protagonisti del nuovo processo evolutivo se sapranno intercettare prontamente e correttamente sul mercato le esigenze dei consumatori, in funzione di un'adeguata soddisfazione⁴¹, basata prevalentemente sulla personalizzazione dei prodotti piuttosto che sulla segmentazione della clientela⁴², segnando il passaggio verso la *next generation of IT platforms*⁴³.

2015; Harvard Business Review, *How smart, connected products are transforming competition*, January 22, 2015.

⁴¹ “*Insurers should also create a layer where a centralised view of the data is stored. The data could come from customer’s records available in the policy administration system, social media and digital footprints, recent purchases. GPS navigation, data on likes, dislikes and events planned etc. The data will need to be analysed as it streams in to generate inferences about new selling opportunities. The system should also be capable of dealing with new data types from social media, blogs, videos, audios and location apps*”.

Harmonising data from disparate data sources has proven challenging. Life insurers have long been trying to create a single and complete 360° view of the customer, updated in real time” (Cfr. Sigma, *op. cit.*, 28). “*The 360° view is of a customer is obtained by aggregating data from the various touch points that a customer may use to contact the insurer, not just to purchase policies but also to ask for service and support*” (nt. 71).

⁴² In tal senso *EIOPA Fourth Consumer Trends Report* (EIOPA-BoS-15-233 del 18 novembre 2015), ove si sottolinea che i *trend* emergenti rappresentano un'occasione propizia per le imprese di assicurazione di offrire prodotti innovativi (es. polizze a copertura della sicurezza informatica o contro il furto di identità), tali

In definitiva, nuove tecnologie e sfide regolamentari individuano un connubio che se per un verso nasce dalla consapevolezza che ogni innovazione porta inevitabilmente con sé un nuovo rischio da monitorare, per altro verso moltiplica le sfide per i regolatori che, pur tenendo a stento il passo con la digitalizzazione⁴⁴, sono proiettate verso un rinnovato approccio normativo, improntato alla “*smart regulation*”, tale da intercettare tempestivamente - in una prospettiva

da soddisfare nuove esigenze ed istanze provenienti dal mondo dei consumatori, sino a giungere alla progettazione di prodotti personalizzati. Tanto discende dal processo in corso di personalizzazione dei prodotti e segmentazione della clientela tramite l'analisi dei consumatori e/o Big Data, ovvero attraverso tutte le informazioni raccolte dalle imprese di assicurazione con i nuovi *digital channels* (ivi inclusi i siti *web* di comparazione) che forniscono un'enorme quantità di informazioni in merito ad esperienze e preferenze dei consumatori. Informazioni utili per profilare i clienti, identificare modelli di consumo, sviluppare prodotti personalizzati e tecniche di *pricing* avanzate, così come parimenti sono suscettibili di utilizzo per creare materiali pubblicitari su misura e per combattere le frodi.

⁴³ “*The digital age will necessitate a new view of IT architecture. Life insurers need to build capability to seamlessly bundle products and services, and deliver them through a multi-channel front-end that offers a single view of the customer and of his/her experience across all touch points in the insurance value chain. An integration should be able to view the customer as a “cluster of one” and assess what combination of products to pitch. Ideally new predictive models can be built to advise on products to pitch and even be refined automatically. Such technology is already being developed by start-ups, some of which have the financial backing of large insurance players*”.

⁴⁴ Cfr. 2016 *Work Programme of the Joint Committee of the European Supervisory Authorities* – JC 2015 055 del 5 ottobre 2015.

Per quanto il fenomeno sia accentuato maggiormente nel settore finanziario, risulta comunque diffuso, anche se in forme talora diverse, anche nei settori limitrofi bancari ed assicurativi, tanto evidenziare l'esigenza di un intervento trasversale in grado di offrire una prospettiva intersettoriale ed una base comune di partenza per ciascuna *Authority* europea in relazione ad eventuali interventi successivi in considerazione delle peculiarità del settore di rispettiva competenza.

Finalità precipua quella di garantire, nel primo stadio di analisi, standard di tutela coerenti per il consumatore di servizi finanziari, bancari ed assicurativi. Tanto anche alla stregua di quanto si legge in *The European Regulatory Outlook* – ESMA/2015/1074 del 1° luglio 2015 in relazione al “*cross sectoral work in relation to consumer and investor protection. As from an investor perspective it is important to have consistent standards whatever product or service the consumer is looking for*”.

risk-based e di tipo preventivo⁴⁵ - eventuali danni per i consumatori in corrispondenza dell'ingresso sul mercato di nuove tipologie operative.

⁴⁵ Il nuovo approccio normativo discende dalla constatazione che “*traditional approaches to conduct of business regulation & supervision, focussed on point of sale (disclosure and selling practices) and a tick-box approach, have proved insufficient to prevent mass mis-selling. In addition, the growing digitalization of financial services (e.g. comparison websites, social media, automated advice) poses new risks for consumers and poses specific challenges in terms of ensuring conduct regulation keeps pace with those new risks*” (cfr. *EIOPA's Strategy towards a comprehensive risk-based and preventive framework for conduct of business supervision, cit., point 3*).

Il “principio di graduazione” in cassazione (commento a Cass. 27 ottobre 2015 n. 21887)

1. Con la sentenza 27 ottobre 2015 n. 21887 la Corte di cassazione è stata ancora una volta chiamata ad esprimersi sul “principio di graduazione” ⁽¹⁾, ossia sul principio secondo il quale differenti tipi di clienti devono fruire di diversi gradi di protezione (art. 6² TUF). L’importanza di questo principio nella regolazione del mercato finanziario è stata bene colta da quella dottrina che ha individuato in esso una *cornerstone* di tale regolazione ⁽²⁾.

Non è questo il luogo per svolgere specifici approfondimenti sul punto. Qui è possibile solo ricordare il ruolo sistematico delicatissimo svolto dal principio di graduazione quale raccordo tra l’impostazione vetero liberista di ampia parte della disciplina codicistica del contratto – dominata dal principio di “autoresponsabilità” di ciascuna parte ⁽³⁾ – e gli interventi legislativi recenti, i quali sono sempre più sensibili alla necessità di rispondere alle incolmabili asimmetrie informative che affliggono il mercato.

2. Per cogliere con minore approssimazione il ruolo del principio di graduazione è necessario soffermarsi brevemente sull’impatto delle asimmetrie informative sulla nozione tradizionalmente ricevuta di “contratto” quale strumento a disposizione delle parti per dare veste giuridica vincolante ad operazioni economiche ritenute convenienti dai contraenti: le asimmetrie informative escludono alla radice il presupposto di fondo sul quale si basano i tradizionali dogmi della “santità” e dell’intrinseca “giustizia” del contratto. Tale presupposto di fondo è costituito dal principio dell’eguaglianza delle parti e dalla loro pari capacità di comprendere ed apprezzare gli interessi coinvolti nel contratto alla sola condizione che responsabilmente si preparino

¹) Il precedente cui si accenna nel testo è Cass. 29 maggio 2009, n. 12138, che si può leggere, tra gli altri, in *Foro it.*, 2010, I, 121 ss. con mia nota di commento.

²) HUGHES, KATZ, *Investment firms – Wholesale sector*, in BLAIR, WALKER (curr.), *Financial Service Law*, Oxford, 2006, 397.

³) BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*², Torino, 1950, 160 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*², Napoli, ristampa 2006, 196 s.

alla conclusione del medesimo e alla realizzazione dell'affare con la scrupolosità necessaria a tal fine ⁽⁴⁾.

L'intrinseca debolezza ed astrattezza di questo assunto non può sfuggire: i costi che la parte meno informata deve affrontare per colmare il gap che la divide dalla controparte, sono talmente elevati da rendere pressoché teorica la possibilità che il contratto sia effettivamente concluso ad "armi pari".

Dunque, le asimmetrie informative devono essere combattute perché si pongono in insanabile conflitto con il principio di eguaglianza, che è principio cardine di tutti gli ordinamenti occidentali e che sicuramente si configura come inderogabile principio di ordine pubblico dell'ordinamento interno italiano. Anzi, con riferimento a quest'ultimo è possibile aggiungere che le asimmetrie informative assumono rilevanza ai sensi del secondo comma dell'art. 3 Cost ⁽⁵⁾. Esse, infatti, sono strettamente connesse all'odierna struttura economico-sociale, la quale si contraddistingue per la grande varietà e complessità dei beni e servizi offerti sul mercato, delle quali costituisce ad un tempo premessa e conseguenza la massima espansione della divisione del lavoro. Si sono così sviluppati più mercati, ciascuno con le sue specificità, che rendono particolarmente difficile a quanti non operino professionalmente nel singolo mercato concludere in condizioni di eguaglianza contratti con le controparti che operino professionalmente in quel mercato.

Ne segue che le asimmetrie informative costituiscono "*ostacoli di ordine economico sociale, che limitando di fatto la libertà e*

⁴) Ne consegue, quale corollario, l'indifferenza – se non in casi assolutamente eccezionali (artt. 1447 s. c.c.) -dell'ordinamento per l'equilibrio economico del contratto: sui molti temi che sul punto si intersecano v. ALPA, *Il contratto in generale. Fonti, teorie, metodi*, Milano, 2014, 385 ss.

⁵) I presupposti di fondo di questo approccio possono rinvenirsi in ALPA, *op. cit.*, 403 ss., il quale ricorda che tratto essenziale del mercato è costituito da relazioni tra persone, e che le relazioni tra persone possono pensarsi solo se vi sono delle regole – non importa, in prima approssimazione, quanto complesse e quale sia la fonte di tali regole - che le rendono possibili. Se poi ci si interroga su quali siano tali regole, la risposta è pressoché ovvia: quelle predisposte dall'ordinamento giuridico all'interno del quale hanno luogo le relazioni, le operazioni economiche sottintese nel contratto, "*in primis le regole previste dalla Costituzione*" (*op. cit.*, 406).

l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana" (art. 3 cost.) ⁽⁶⁾.

Non può sfuggire la conseguenza di tali rilievi: una volta inserite nell'alveo dell'art. 3² Cost., contro le asimmetrie informative devono concentrarsi gli sforzi della "Repubblica" nel suo complesso, e dunque di tutti gli apparati di questa, della quale costituiscono espressioni fondamentali, sia le c.d. autorità indipendenti per la regolazione del mercato, sia l'autorità giudiziaria.

3. I rilievi sopra svolti consentono ulteriori significativi passi avanti.

In primo luogo occorre prendere atto che la normativa europea ha sempre tenuto conto che la complessità e la specificità del mercato finanziario sono tali da pretendere l'estensione della disciplina di tutela a tutti gli investitori, senza distinzioni tra persone fisiche, enti, grandi imprese ecc. Ciò è confermato dalla definizione di "*cliente*"

⁶) Le considerazioni sintetizzate nel testo meritano forse qualche chiarimento, dal momento che si discute sui termini dell'incidenza della Costituzione sulla libertà contrattuale. Nel testo si muove dal presupposto che i contratti costituiscano strumento indispensabile per "*il pieno sviluppo della persona umana*": in proposito non possono essere sottovalutati i contributi della dottrina che ha posto in luce come nel mercato si acquisiscano i beni e servizi necessari a definire la persona ed il suo modo di essere (v. ad es. COMMONS, *I fondamenti giuridici del capitalismo* (1924), tr. It., Bologna, 1981, 90 ss.; e GROSSI, *La proprietà e le proprietà nell'officina dello storico*, Napoli, 2006, spec. 96 ss. Per ulteriori rilievi sul punto rinvio a LA ROCCA, *Jus poenitendi e servizi di investimento (a margine di Cass. 3 aprile 2014 n. 7776)*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 16, 2014). Le scelte di investimento finanziario, dal canto loro, sono decisive con riguardo alle aspettative di vita e alle aspirazioni future degli investitori. Anzi, sotto il profilo della tutela costituzionale occorre rammentare che il mercato finanziario rileva sotto più profili: mette conto infatti rammentare che investimenti rischiosi ed avventati, con conseguente distruzione di ricchezza, hanno pesanti ricadute negative non solo sul singolo investitore interessato, sulle sue aspettative di vita futura e dunque sulla sua persona (artt. 2 e 3 Cost.), ma anche sulla collettività che, direttamente ed indirettamente, non potrà più contare su quelle risorse per finanziare lo stato sociale: di qui la particolare tutela del risparmio (art. 47 cost.). Tutto ciò ha precise ricadute sull'art. 21, lett. a, TUF, il quale impone a quanti svolgono servizi di investimento di orientare la loro condotta sia alla salvaguardia dell'interesse del singolo cliente, sia alla salvaguardia dell'integrità del mercato sul presupposto che solo un mercato "integro", ossia nel quale i rischi sono sotto controllo, non distrugge risorse: la recente crisi, credo, ha escluso qualsiasi dubbio su questi aspetti.

offerta dal n. 10 dell'art. 4 dir. 2004/39/UE. Dunque, con riguardo ai contratti conclusi da tutte queste figure, che, alla stregua dell'art. ult. Cit., sono compresi nella locuzione “clienti”, si disapplicano i principi della parità delle parti, della loro “autoresponsabilità”, dell'affidamento da essi suscitato nelle rispettive controparti, che dominano il diritto contrattuale tradizionale.

A questa regola non si sottraggono certamente i potenziali “operatori qualificati”. Ciò vale sia durante il procedimento per il riconoscimento della qualifica, sia dopo il riconoscimento della natura “professionale” del cliente.

Per quanto riguarda il primo aspetto si veda l'allegato 2 della direttiva ult. Cit. e della direttiva 2014/65. In entrambe non si abilita l'intermediario a prestare fede alla mera richiesta proveniente dal cliente di essere inserito tra i clienti professionali, ma al contrario si impone al primo di verificare la sussistenza dell'effettiva preparazione del cliente a prescindere dalle sue dichiarazioni (v. ad es. par. II.2).

Per quanto riguarda la disciplina applicabile ai clienti professionali, occorre prendere atto che la normativa europea – che è la normativa apicale del settore, cui i giudici nazionali debbono far riferimento anche quale criterio ermeneutico della disciplina interna – è sempre stata univoca nel senso che il principio di graduazione non sconvolge mai completamente l'impianto normativo di base di massima tutela. Più precisamente, la normativa europea è sempre stata univoca nel senso che anche gli investitori muniti di “esperienza professionale”, hanno comunque diritto all'applicazione delle regole generali sullo svolgimento dei servizi di investimento, che nell'ordinamento interno sono dettate dall'art. 21 TUF.

Questo dato – inutilmente talora negato in dottrina e giurisprudenza a proposito dell'art. 31, reg. Consob n. 11522/98, con un curioso ribaltamento della gerarchia delle fonti – è confermato dall'art. 11, ISD, secondo il quale “*tali norme [ossia quelle dettate dagli stati membri per lo svolgimento dei servizi di investimento] devono essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona cui è fornito il servizio*”. Il tenore letterale della disposizione non lascia dubbi: anche alla persona munita di una particolare “*natura professionale*” devono comunque applicarsi le “*norme di comportamento*” sia pure tenendo conto della loro particolare qualità. Il principio è ribadito a chiare lettere dal *considerando* n. 86, dir.

2014/65/UE, secondo il quale “*Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti). Tuttavia, al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell’agire in modo onesto, equo e professionale e l’obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti*”. Il *considerando* – può essere osservato incidentalmente – riproduce un principio corrente nella giurisprudenza d’oltreoceano ⁽⁷⁾.

Alla regola dell’applicazione generalizzata dei principi riprodotti nell’art. 19, paragrafo 1, non fa eccezione l’impianto attualmente vigente, come è dimostrato dagli artt. 26 ss., dir. 2006/73/UE ⁽⁸⁾.

La seconda considerazione, dettata dall’inserimento delle asimmetrie informative all’interno del perimetro di applicazione dell’art. 3² Cost., riguarda l’azione dell’autorità di vigilanza e della magistratura.

Con riguardo alla prima, l’art. 31, reg. 11522, potrebbe essere portato dai cultori dell’EAL quale esempio di disposizione inefficiente, che non dovrebbe essere mai emanata: con la sua sciattezza ha contribuito in modo decisivo ad incentivare condotte opportunistiche da parte degli intermediari e ad aumentare vertiginosamente il contenzioso. La vendita indiscriminata di derivati anche particolarmente complessi alla quasi totalità delle imprese italiane, anche piccole, compresi benzinai ed artigiani, è stata resa

⁷) Cfr. *The Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*, 1996 WL 249435 (S.D. Ohio), avente ad oggetto un contratto derivato particolarmente complesso. La corte, pur dando atto che le parti avevano contrattato “ad armi pari” e che avevano assunto le rispettive decisioni in base alle loro autonome conoscenze del mercato, ha affermato l’esistenza di un “*implied covenant of good faith and fair dealing*”, che impone alla parte dotata di “*superior knowledge of certain information ... not readily available to the other party*” di trasferire alla controparte dette informazioni (v. anche § 44). Sulla decisione v. FORSTER, *Derivatives: Procter & Gamble v. Bankers Trust. An analysis of the holdings and their potential impact*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 1996, 320 ss.

⁸) Per l’analisi di queste norme rinvio a *La tutela dell’impresa nella contrattazione in strumenti derivati*, Padova, 2011, 192 ss.

possibile dall'art. 31 cit. Non a caso, dopo la sua abrogazione è caduta l'operatività in derivati.

Il risultato è stato quello di caricare sulle spalle della magistratura la necessità di arginare le conseguenze di una disposizione dettata da un'autorità di vigilanza o palesemente improvvida, o evidentemente catturata dai vigilati.

Non sempre questo obiettivo è stato efficacemente conseguito dalle corti. Molto spesso è mancata l'esatta percezione della finalità e delle implicazioni sostanziali del principio di graduazione. In particolare si è perso di vista che il cliente che opera non professionalmente nel mercato finanziario, deve procedere a forti investimenti per acquisire un'*expertise* tale da renderlo un "operatore qualificato". Per avere un'idea di questi costi che non sia rimessa solo al buon senso del lettore, è sufficiente scorrere l'allegato 2 della dir. 2004/39/UE: ivi si apprende che per il legislatore europeo solo un'impresa (ovviamente non bancaria) di dimensioni ragguardevoli può avere l'interesse e la forza economica di procedere ad importanti investimenti per acquisire competenze professionali sul mercato finanziario e divenire così "cliente professionale".

In altre parole, la qualità di operatore finanziario, di cliente professionale, lungi dall'essere una mera etichetta formale, equivale alla rinuncia, da parte dell'impresa non finanziaria o della persona fisica, ad una notevole parte dell'impalcatura normativa posta a sua tutela. Tale rinuncia, che se è inserita in un formulario predisposto dall'intermediario, ricade necessariamente nell'applicazione dell'art. 1341² c.c., deve ragionevolmente rispondere ad un preciso interesse del rinunciante, il quale in tanto procede alla rinuncia stessa in quanto evidentemente si propone di dar luogo ad un'intensa attività sui mercati finanziari: invero, solo un'attività particolarmente intensa su tali mercati può determinare un interesse dell'impresa non finanziaria o della persona fisica a concludere contratti sul mercato finanziario senza la "perdita di tempo" della normativa di protezione.

È evidente, a questo punto, che, quando invece nel singolo caso concreto l'operatività dell'operatore qualificato si sia limitata ad una sola operazione, seguita oppure no dalle famigerate "rinegoziazioni", o comunque da poche operazioni, per ciò solo sorge una presunzione a sfavore della genuinità della dichiarazione di operatore qualificato perché non è ragionevolmente plausibile che un'impresa abbia

affrontato i rilevanti costi fissi necessari per acquisire conoscenze professionali sul mercato finanziario e poi abbia utilizzato tali costose conoscenze per una sola o per poche operazioni. In questi casi, di fronte ad una condotta tanto irrazionale di un imprenditore, il giudice del merito non può rimanere inerte e prestarsi a facili elusioni della legge.

4. Questo aspetto non è sfuggito a Cass. 27 ottobre 2015 n. 21887. Più precisamente, alla cassazione non è sfuggito che la disapplicazione della normativa di tutela non può rappresentare, per l'impresa non finanziaria o la persona fisica, una sorta di tagliola, una sorta di inciampo casuale o non adeguatamente ponderato (e dunque ... *imputet sibi!*). Alla corte non è sfuggito che la disapplicazione (di una parte) della normativa di tutela deve rispondere ad un interesse razionale del cliente e deve, pertanto, essere da lui espressamente e ponderatamente richiesta in vista di un evidente interesse in tal senso.

Questa consapevolezza della corte emerge chiaramente laddove espressamente ribadisce che il giudice del rinvio dovrà accertare se il cliente, quand'anche di fatto in possesso dei requisiti di professionalità, abbia espressamente manifestato la volontà di essere reputato "operatore qualificato".

Come si è detto, con il venir meno dell'art. 31 reg. 11522/98 l'operatività in derivati è verticalmente caduta ed il relativo contenzioso va esaurendosi. Le due sentenze finora emesse dalla Corte di cassazione in materia – vale a dire quella in commento e la n. 12138/2009 sopra citata – lasciano tuttavia un segno destinato a durare oltre la specifica vicenda dell'operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 cit.: la sentenza del 2009 ha statuito che le dichiarazioni con le quali il cliente non fa riferimento a fatti precisi, ma formula giudizi e ipotesi in ordine alla propria esperienza sul mercato finanziario non sono classificabili tra gli atti giuridici di diritto privato destinati a vincolare il dichiarante nel momento in cui giungono a conoscenza del destinatario secondo il combinato disposto degli artt. 1334, 1372 e 1324 c.c. Dichiarazioni di questo tipo esorbitano dalla tipologia di atti giuridici noti alla tradizione civilistica e disciplinati dagli articoli del codice appena richiamati, non già perché siano "dichiarazioni di scienza" in se neutre, ma perché non sono idonee a creare alcun affidamento nell'intermediario qualora egli sia a conoscenza, o

comunque possa desumere *aliunde* fatti potenzialmente idonei a smentire la dichiarazione del cliente: in definitiva, siamo di fronte ad una consequenziale applicazione della *Know your customer rule*.

La sentenza odierna statuisce che, anche prima della direttiva n. 39, la rinuncia da parte del cliente alla tutela massima prevista dalla legge deve essere espressa e consapevole, al pari – mette conto aggiungere - di qualsiasi rinuncia a diritti da parte del titolare.

Le garanzie nella cessione delle partecipazioni sociali nella recente giurisprudenza italiana: Corte d'Appello di Milano, sentenza 2801/2013¹, Tribunale delle Imprese di Milano, ordinanza del 25 febbraio 2014² e Cassazione, sentenza 19693/2014³

Introduzione

Le pronunce in esame hanno affrontato la problematica relativa alla qualificazione e, quindi, al regime prescrizione applicabile alle clausole di garanzia inserite nei contratti di acquisizione di partecipazioni sociali⁴, i cui modelli, provenienti dagli ordinamenti di

¹ Pubblicata in *Rivista dei dottori Commercialisti*, n. 4/2013, p. 919.

² In www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³ In www.italgiure.giustizia.it

⁴ Si tratta di un tema ampiamente discusso in dottrina, in particolare si veda: S. AMBROSINI, *Trasferimento di clausole azionarie, clausole di indemnity e contratto per persona da nominare*, in *Contr. e Impr.*, 1996, p. 898; G. BERNINI, *Acquisizione di società e determinazione del prezzo*, in *Contr. e Impr.*, 1993, p. 1030; M. C. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Trattato di diritto civile*, VII, fondato da F. Vassalli, Torino, 1993, p. 190; M. T. BIANCHI, *Clausole particolari nel trasferimento di pacchetti azionari di riferimento*, in *Dir. Fall.*, 1993, I, p. 389; F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, in F. BONELLI – M. DE ANDRÉ (a cura di), *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, 1990; F. BONELLI, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: le garanzie del venditore*, in *Dir. Comm. Internaz.*, 2007, p. 293; P. CASELLA, *I due sostanziali metodi di garanzia al compratore*, in AA. VV., *Acquisizioni di società e pacchetti azionari*, p. 140; P. CORIGLIANO, *Dichiarazioni e garanzie: un nuovo capitolo di una storia infinita?*, in *Le Società*, 2012, p. 145; P. CORRIAS, *La responsabilità dell'alienante per la consistenza del patrimonio nelle vendite di partecipazioni azionarie di controllo*, in *Resp. Civile e Previdenza*, 2005, p. 111; C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003; M. DE ANDRÉ, *Le clausole relative al prezzo*, in F. BONELLI – M. DE ANDRÉ (a cura di), *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990, p. 146; G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato; lezioni di diritto civile 2009 raccolte e commentate da S. Zorzetto e G. Rupnik*, Torino, Giappichelli, 2011; M. R. DE RITIS, *Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata*, in *Giur. Comm.*, 1997, vol. I, p. 879; S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenza della loro violazione*, in F. BONELLI – M. DE ANDRÉ (a cura di), *Acquisizione di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990, p. 201; G. FERRI, *Le Società*, in F. Vassalli (fondato da

common law, e, in particolare, da quello statunitense, circolano da tempo nella realtà economica e giuridica italiana.

Si tratta, in particolare, di comprendere se dette clausole di garanzia siano da ricondurre alle garanzie legali, *ex artt.* 1490 e ss. c.c., previste dal legislatore con riferimento al contratto di compravendita o, invece, siano strumenti contrattuali regolati complessivamente dall'autonomia privata e non riconducibili ad alcuno schema tipico.

Nel primo caso, in particolare, il termine prescrizionale di un anno previsto dall'art. 1495 c.c., decorrente, secondo il dato testuale, dalla consegna della cosa, dovrà essere, come noto, inderogabilmente applicato anche alle clausole negoziali in questione, con l'eventuale nullità di quelle contrastanti con la norma codicistica; nel secondo caso, invece, l'autonomia delle parti potrà liberamente prevedere termini diversi entro i quali esercitare le garanzie, fermo restando l'ordinario termine prescrizionale decennale, *ex art.* 2946 c.c., entro cui esercitare i diritti dell'acquirente derivanti dalla garanzia stessa⁵.

La tematica si colloca nel quadro dello studio dello schema contrattuale dell'acquisizione di partecipazioni sociali come modello ormai non riconducibile alla compravendita tipizzata dal codice civile. Un modello, quello dell'acquisizione di partecipazioni sociali, che è

Trattato di diritto civile italiano, Torino, 1985, p. 490; G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006; P. MONTALENTI, *La compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Scritti in onore di Rodolfo Sacco*, tomo 2, Milano, 1994, p. 767; G. PANZARINI, *La tutela dell'acquirente nella vendita dei titoli di credito*, in *Riv. Dir. Commerciale*, 1959, p. 285; L. G. PICONE, *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995; M. PINTO, *Le garanzie patrimoniali nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 411; E. RUSSO, *Le tutele legali nelle acquisizioni societarie*, in *I contratti di acquisizioni di società e aziende*, (a cura di U. Draetta e C. Monesi), Milano, 2007, p. 439; G. SBISÁ, *Società per azioni*, in *Riv. Trim. Proc. Civ.*, 1990, p. 1081; M. SPERANZIN, *Vendita delle partecipazioni di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, Giuffrè, 2006; S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, in *Dir. Comm. Int.*, 2004, p. 110; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Giuffrè, Milano, 2007; A. TINA, *La natura giuridica delle clausole di garanzia nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Giur. Comm.*, 2012, p. 1015; T. M. UBERTAZZI, *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Cedam, 2008.

⁵ Sul punto cft. A. TINA., *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, cit., p. 323.

invece caratterizzato da proprie peculiarità ormai consolidate nella prassi, e che rispecchia schemi negoziali in realtà elaborati in sistemi giuridici diversi da quello italiano^{6 7}.

La problematica del rapporto tra clausole “figlie” di un ordinamento straniero e quello italiano è interessante agli occhi del comparatista poiché, a differenza della comparazione classicamente intesa come raffronto tra diversi ordinamenti, in questo caso si analizza se e come la circolazione di una clausola contrattuale, proveniente da una prassi contrattuale straniera, possa essere recepita in un diverso ordinamento.

1. *Il contratto di acquisizione di partecipazioni sociali*

Il contratto di acquisizione di partecipazioni sociali, inteso come contratto ormai “socialmente tipizzato” nella prassi commerciale internazionale, è il contratto attraverso il quale, una parte, alienante, trasferisce la titolarità di un pacchetto azionario ad un'altra, acquirente. Esso è caratterizzato, tra l'altro, dal recepimento di clausole che prevedono, da una parte, specifiche garanzie a favore dell'acquirente e, dall'altra, rimedi contrattuali in caso di violazione delle garanzie stesse.

Le garanzie in esame vengono usualmente distinte, recependo la tradizionale classificazione di *common law*, in *representations* e *warranties*: le prime non sono altro che delle dichiarazioni del venditore che forniscono una rappresentazione della situazione della società le cui azioni sono oggetto di compravendita, e definiscono,

⁶ F. GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. Impresa*, 2000, p. 200, osserva che “*le case madri delle multinazionali trasmettono alle società figlie operanti nei sei continenti le condizioni generali predisposte per i contratti da concludere, accompagnate da una tassativa raccomandazione, che i testi contrattuali ricevano una pura e semplice trasposizione linguistica, senza alcun adattamento, neppure concettuale, ai diritti nazionali dei singoli Stati; ciò che potrebbe compromettere la loro uniformità internazionale*”.

⁷ Cft. M. BIN., *La circolazione mondiale dei modelli contrattuali*, in *Contr. e Impr.*, 1993, p. 475, distingue la circolazione mondiale dei modelli contrattuali in almeno tre sotto-fenomeni: “*a) la diffusione dei contratti internazionali; b) l'importazione (nei diritti interni) di nuovi tipi contrattuali; c) l'importazione di singoli testi contrattuali (o clausole)*”.

quindi, il quadro di riferimento per la determinazione del prezzo⁸; le seconde, invece, costituiscono garanzie in senso stretto, trasferendo a carico del venditore il rischio derivante da eventuali difformità rispetto alle garanzie prestate. Le *warranties*, in particolare, negli ordinamenti giuridici di *common law*, vengono qualificate come clausole contenenti una promessa o una dichiarazione di fatto, il cui inadempimento comporta l'obbligo di risarcire il danno⁹.

Le *warranties*, a loro volta, sono distinte in *legal*, le quali assicurano la proprietà e la libera disponibilità delle azioni, nonché, ad esempio, la loro piena e definitiva liberazione al momento del *closing*¹⁰, e in *business*: queste ultime, in particolare, garantiscono circa la situazione patrimoniale e finanziaria della società e le sue prospettive reddituali.

Ancora, le *business warranties* si distinguono in sintetiche ed analitiche. Le prime, in particolare, hanno carattere generale e con esse il venditore si impegna rifondere al compratore o alla società le eventuali differenze negative del patrimonio sociale rispetto a quanto dichiarato e garantito dal venditore.

⁸ G. ALPA-R. DELFINO (a cura di), *Il contratto nel common law inglese*, Cedam, 1997, p. 74; MINDY CHEN WISHART, *Contract law*, Oxford University Press, New York, 2005, p. 198, sottolinea, in particolare, che le *representations* rimangono “*outside the contract*” e si distinguono dai c.d. *terms*, i quali “*are enforceable undertakings to do something or to guarantee the truth of a statement*”.

Representations e *terms* si distinguono anche con riferimento alle conseguenze riconosciute in caso di loro violazione, come sarà specificato nel paragrafo numero 4.1.

⁹ G. ALPA-R. DELFINO (a cura di), *Il contratto nel common law inglese*, Cedam, 1997, p. 74; MINDY CHEN WISHART, *Contract law*, Oxford University Press, New York, 2005, p. 507.

La *warranty*, in particolare, si distingue dalla *condition*, che rappresenta, infatti “*an essential term, the breach of which gives the innocent party the right to terminate and claim damages for losses up termination and beyond (for loss of the bargain)*”. Nel caso della *warranty*, invece, la parte non può risolvere il contratto, non essendo la clausola in esame elemento essenziale dello stesso.

¹⁰ Si tratta, in particolare, della fase finale delle operazioni di acquisizioni delle partecipazioni sociali, nella quale il contratto “definitivo” viene effettivamente concluso e si produce l'effetto traslativo della proprietà dall'alienante all'acquirente.

Le seconde, invece, garantiscono singole e specifiche previsioni in merito a determinate circostanze relative alla situazione patrimoniale e finanziaria della società¹¹.

I rimedi contrattuali previsti in caso di violazione delle *representations* e *warranties* sono generalmente rappresentati dalle c.d. *indemnity clauses*, nonché dalle *price adjustment clauses* che obbligano il venditore, rispettivamente, a pagare un'indennità a favore del compratore e a modificare il prezzo di compravendita in considerazione delle minusvalenze attive e delle sopravvenienze passive accertate durante la *due diligence*, nonché prima e dopo il *closing*¹²¹³.

2. La ragione della diffusione delle clausole di garanzia nell'ordinamento italiano: in particolare, le *business warranties*

La diffusione delle clausole di *representations* e *warranties* nell'ordinamento italiano e, quindi, il fenomeno della circolazione dei modelli contrattuali, di cui si è detto, ha ricavato impulso dal fatto che la giurisprudenza italiana ha tradizionalmente sempre negato l'applicabilità delle garanzie legali previste dagli artt. 1490 e ss. c.c., con riferimento all'oggetto ultimo del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali, e cioè la società oggetto di vendita, in assenza della previsione delle parti di esplicite clausole di garanzia¹⁴.

¹¹ A. TINA., *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, op. cit., p. 361 e ss.

¹² La conclusione del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali, infatti, usualmente avviene in diverse fasi: alla conclusione di un primo contratto con cui le parti si obbligano a concluderne uno successivo e definitivo (*closing*), segue una fase di *due diligence* durante la quale la parte acquirente accerta la reale consistenza patrimoniale e finanziaria della società *target*.

¹³ Per una disamina dei rimedi contrattuali si veda, ad esempio, A. TINA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, op. cit., p. 477 e ss.; G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, op. cit., p. 329 e ss.

¹⁴ Cft., ad esempio, Cass., 21 giugno 1996, numero 5773, in *Foro it.*, 1996, I, p. 3382; Cass. 18 dicembre 1999, n. 14287, in *Riv. Not.*, 2000, p. 993; Cass. 13 dicembre 2006, n. 26690; Trib. Milano, 26 novembre 2001, in *Società*, 2002, p. 568; Tribunale di Milano, 17 ottobre 2002, n. 12326.

Si fa riferimento, in particolare, alle *business warranties*, non anche alle *legal warranties*: secondo costante giurisprudenza, infatti, oggetto del contratto di acquisizione è solo la quota rappresentativa del capitale sociale, non anche il suo patrimonio, i suoi beni o l'azienda.

Le garanzie legali circa l'assenza di vizi e le qualità della cosa venduta, di cui agli artt. 1490 e ss. c.c., potrebbero, quindi, applicarsi, anche in assenza di specifica pattuizione, alle sole *legal warranties*, le quali hanno ad oggetto, di per sé considerata, la partecipazione sociale¹⁵, oggetto diretto dell'acquisizione; lo stesso, tuttavia, non si potrebbe dire in relazione alle *business warranties* che si riferiscono all'oggetto mediato dell'acquisizione, rappresentato dall'effettiva consistenza patrimoniale della società.

La parte acquirente, quindi, qualora il valore economico delle quote acquistate non abbia la consistenza promessa o presenti dei vizi, non può far valere le garanzie legali previste in materia di compravendita, a meno che le parti non abbiano previsto esplicitamente delle clausole di garanzia contrattuali a tutela della effettiva consistenza economica delle partecipazioni acquisite, o in caso di dolo della parte venditrice¹⁶, oppure, infine, qualora si configuri una vendita di *aliud pro alio*¹⁷.

¹⁵ L'ordinanza in commento la qualifica quale “*insieme di diritti, poteri ed obblighi sia di natura patrimoniale, sia di natura c.d. amministrativa di cui si compendia lo status di socio*”.

¹⁶ Si tratta, in particolare, della possibilità per l'acquirente di ottenere l'annullamento del contratto o il risarcimento del danno nel caso, rispettivamente, del dolo determinante *ex art. 1439 c.c.* o del dolo incidente *ex art. 1440 c.c.* Sebbene entrambi i rimedi siano generalmente ammessi e in dottrina e in giurisprudenza, è raro, tuttavia, che siano effettivamente utilizzati, data la difficoltà per il compratore di provare in concreto che il venditore lo abbia dolosamente tratto in inganno. In alcuni casi, peraltro, il dolo, determinante o incidente, è stato riconosciuto dalla giurisprudenza: si veda, ad esempio: Cass, 29 agosto 1991, n. 9227, in *Riv. Dir. Comm.*, 1994, II, p. 379; Cass. 14 ottobre 1991, n. 10779, in *Giur. It.*, 1993, I, p. 190; Trib. Milano, 4 giugno 1998, in *Giur. It.*, 1998, p. 2106; Cass. 19 luglio 2007, n. 16031.

Ulteriori rimedi esperibili in astratto dall'acquirente, ancorché difficilmente applicabili in concreto, sono, in primo luogo, l'*aliud pro alio*, nonché, in secondo luogo, la presupposizione. Cass., 23 febbraio 2000, n. 2059, in *Società*, 2000, p. 1205, ha riconosciuto la sussistenza dell'*aliud pro alio* in un caso in cui era stata alienata una società di persone che gestiva una tabaccheria priva di autorizzazione

Si tratta, evidentemente, di un'interpretazione formalistica del contratto di acquisizione in esame: specialmente nei casi di acquisizione delle partecipazioni maggioritarie o totalitarie di una società, infatti, l'interesse concreto dell'acquirente – e quindi il significato economico dell'operazione – è quello di acquisire il patrimonio della società acquisita, i suoi beni, e non tanto la partecipazione astrattamente intesa.

Tale costante interpretazione ha rafforzato inevitabilmente l'esigenza delle parti di prevedere specifiche garanzie, divenendo le stesse una parte fondamentale della negoziazione.

3. La qualificazione e il regime prescrizione delle clausole di garanzia contrattuali

Uno dei più rilevanti problemi interpretativi che dottrina e giurisprudenza italiana si sono poste, come anticipato, è quello relativo alla qualificazione delle *business warranties*, alla luce dell'ordinamento italiano, e, di conseguenza, la definizione di quale sia il regime prescrizione applicabile alle stesse e se sia possibile, inoltre, per i paciscenti, determinare liberamente un termine entro cui esercitarle.

Se infatti le clausole in esame sono qualificate alla stregua di garanzie legali *ex art. 1490 e ss. c.c.*, dovrà trovare applicazione il termine prescrizione annuale *ex art. 1495 c.c.*, inderogabile *ex art. 2936 c.c.* Nel caso in cui, invece, non si accolga tale interpretazione, le parti potranno evidentemente prevedere termini diversi: si tratta di

alla vendita dei tabacchi; Cass., 3 dicembre 1991, n. 12921, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1992, I, p. 784, ha fatto applicazione dell'istituto della presupposizione in un caso in cui era stata venduta una società che possedeva solo un'imbarcazione, la quale, tuttavia, era stata oggetto di un sequestro giudiziario posto in essere da un terzo che affermava di averla precedentemente acquistata. Nella sentenza la Corte sottolinea, infatti, che la piena e libera proprietà dell'imbarcazione da parte della società compravenduta costituisce presupposto essenziale per le parti che avevano concluso il contratto.

¹⁷ Cft. Cass. n. 18181 del 9 settembre 2004 che ha specificato che “*qualora i beni siano assolutamente privi della capacità funzionale a soddisfare i bisogni dell'acquirente, quindi “radicalmente diversi” da quelli pattuiti, l'esperimento di un'ordinaria azione di risoluzione ex art. 1453 cod. civ. svincolata dai termini di decadenza e prescrizione previsti dall'art. 1495 cod. civ.*”.

problema ancor più significativo sol se si consideri che la maggior parte delle volte le parti prevedono dei termini più lunghi di quello annuale sancito dall'art. 1495 c.c.

Ebbene, la dottrina maggioritaria¹⁸, nonché la giurisprudenza arbitrale¹⁹, ha concluso per la *non* riconducibilità delle *business warranties* nell'ambito delle disposizioni *ex artt.* 1490 e ss. c.c.; esse, piuttosto, rappresenterebbero autonome pattuizioni di garanzia, espressione dell'autonomia contrattuale, *ex art.* 1372 c.c., e disciplinate, quindi, integralmente dall'autonomia contrattuale stessa²⁰.

¹⁸ Concludono in tal senso: F. BONELLI, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, op. cit.; S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*, op. cit.; G. FERRI, *Le Società*, op. cit.; G. SBISÁ, *Società per azioni*, op. cit.; M. SPERANZIN, *Vendita delle partecipazioni di controllo e garanzie contrattuali*, op. cit.; G. PANZARINI, *La tutela dell'acquirente nella vendita dei titoli di credito*, op. cit.;

¹⁹ Collegio arb., 22 luglio 1994, in *Riv. Arb.*, 1996, p. 789; Collegio arb. 16 luglio 1998, in *Resp. Comunic. Impresa*, 2, 1999, p. 241; Collegio arb., 7 aprile 2000, in *Contr. Impr.*, 2000, p. 959; Collegio arb. 26 gennaio 2005; Collegio arb., 14 novembre 2008, (la cui impugnazione per nullità del lodo è stata decisa dalla sentenza in commento Corte d'Appello di Milano, 9 luglio 2013, n. 2801).

²⁰ E' opportuno sottolineare, peraltro, che la dottrina ha concluso per la inapplicabilità del termine prescrizione annuale *ex art.* 1495 c.c., sposando anche diverse tesi interpretative in tema di qualificazione delle *business warranties*, ad esempio:

M. C. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Trattato di diritto civile*, op. cit., ha concluso nel senso che la violazione delle *business warranties* costituisce inesattezza della prestazione traslativa, “*la rappresentazione delle caratteristiche patrimoniali e finanziarie della società assume questo semplice significato: che le parti precisano il contenuto del diritto societario alienato anche in relazione ai beni che costituiscono l'oggetto mediato di tale diritto. La mancanza o l'inesattezza di tali beni può quindi costituire inesattezza della prestazione traslativa, integrando la fattispecie e richiamando il regime dell'inadempimento*”; in tal senso si veda anche S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, in op. cit.; R. CALDARONE-E. FERRERO, *Il contratto di acquisizione è un contratto atipico?*, op. cit., sviluppando la tesi appena riportata, concludono nel senso che “*la qualificazione della violazione delle dichiarazioni e garanzia come inesattezza della prestazione traslativa implica [...] la considerazione che tali garanzie siano elementi inscindibili del contratto di acquisizione, ne rappresentano la ragione economica e giuridica fondamentale e vadano pertanto a qualificarne la causa. Ne consegue che il contratto di acquisizione assistito dalle dichiarazioni e garanzie del venditore debba essere qualificato [...] come un contratto atipico la cui disciplina è*

Da tale opzione ermeneutica deriverebbe, quindi, la non applicabilità del termine prescrizionale *ex art. 1495 c.c.* con la conseguente prevedibilità di un termine maggiore entro cui esercitare le garanzie contrattuali, fermo restando, peraltro, il termine prescrizionale decennale ordinario *ex art. 2946 c.c.*, inderogabile, entro cui esercitare i rimedi previsti in caso di violazione delle clausole in esame. Detto termine, in particolare, decorrerebbe *ex art. 2935 c.c.*, dal giorno in cui il diritto può essere fatto valere, coincidendo nel caso in esame con il momento in cui si verifica la violazione dell'obbligo oggetto della garanzia contrattuale.

La tesi in questione, in particolare, sottolinea, in primo luogo, la inadeguatezza del ristretto termine di prescrizione entro cui si dovrebbero far valere le garanzie previste a tutela dell'acquirente in caso di eventuali difformità del patrimonio sociale che, infatti, ben potrebbero manifestarsi dopo anni rispetto alla cessione²¹.

La dottrina²², in secondo luogo, osserva che la *ratio* giustificatrice del breve termine prescrizionale previsto dall'art. 1495 c.c. è rappresentata dall'immissione nel possesso della cosa venduta

dettata convenzionalmente dalle parti nell'esercizio della propria autonomia contrattuale".

P. MONTALENTI, *La compravendita di partecipazioni azionarie*, op. cit., conclude nel senso che i patti di garanzia sarebbero contratti geneticamente e funzionalmente collegati; così anche S. AMBROSINI, *Trasferimento di partecipazioni azionarie*, op. cit.

C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, op. cit.; P. CORRIAS, *La responsabilità dell'alienante per la consistenza del patrimonio nelle vendite di partecipazioni azionarie di controllo*, op. cit.; E. RUSSO, *Le tutele legali nelle acquisizioni societarie*, op. cit.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni sociali*, op. cit. qualificano le *business warranties* come clausole autonome di tipo assicurativo di pura e semplice assunzione del rischio;

M. R. DE RITIS, *Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata*, op. cit., qualifica le *business warranties* quali promesse del fatto del terzo, *ex art. 1381 c.c.*, l'alienante, secondo questa ricostruzione, prometterebbe un fatto della società.

²¹ Si veda anche: F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, op. cit.; S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*, p. 204, op. cit.; U. CARNEVALI, *Garanzie nella cessione di quote sociali*, p. 972.

²² Cft., ad esempio, S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*, op. cit., p. 197 e ss.; A. TINA, op. cit., p. 305.

attraverso la consegna; lo stesso, tuttavia, non si può dire con riferimento al trasferimento di partecipazioni sociali e alle garanzie aventi ad oggetto il patrimonio sociale: con la cessione delle quote, infatti, non si acquisisce alcun diritto sul patrimonio sociale, né alcun potere sui beni della società stessa, con l'ulteriore conseguenza che risulta anche in concreto difficile verificare la sussistenza di una difformità tra il patrimonio così come rappresentato dall'alienante nel contratto e quello effettivamente trasferito. Da un lato, infatti, il compratore medesimo ha effettiva contezza della situazione economica e patrimoniale della società solo dopo aver attivamente gestito la stessa per un tempo generalmente superiore ad un anno. Dall'altro lato, non di rado alcune difformità del patrimonio rispetto a quanto garantito sono concretamente conoscibili anche molti anni dopo rispetto al trasferimento delle partecipazioni sociali.

Nonostante le osservazioni appena svolte e in contrasto con l'opinione dottrinale maggioritaria, nonché delle decisioni arbitrali rese in materia, la giurisprudenza tradizionale²³ e una parte minoritaria

²³ Tra le sentenze di legittimità si veda in particolare: Cass. 10 febbraio 1967, n. 338, in *Giust. Civ.*, 1967, I, p. 436, che afferma: “Di conseguenza la dichiarazione del venditore di azioni sociali circa la consistenza, al tempo della vendita, del patrimonio sociale, dichiarazione fatta all'acquirente, su richiesta di questi, col contenuto di assicurare che la consistenza dichiarata è reale [...] può comprendersi nel concetto di qualità (promessa delle azioni compravendute), se per qualità deve intendersi un elemento che caratterizza un modo di essere della res, per cui la medesima risulta più idonea a soddisfare il bisogno concreto dell'acquirente secondo le comuni esigenze economiche-sociali e se, attraverso un'espressa pattuizione, possono essere poste in rilievo, nella determinazione dell'oggetto della prestazione del venditore anche qualità non essenziali, che rispondono a particolari esigenze del compratore (art. 1497 c.c.)”; Cass., 28 marzo 1996, n. 2843, in *Giur. Comm.*, 1998, II, p. 362; Cass., 19 luglio 2007, in *Giust. civ. Mass.*, 2007, 7-8, dove si legge: “Nella vendita di azioni, la disciplina giuridica, invece, si ferma all'oggetto immediato e, cioè all'azione oggetto del contratto, mentre non si estende alla consistenza od al valore dei beni costituenti il patrimonio, a meno che l'acquirente, per conseguire tale risultato, non abbia fatto ricorso ad un'espressa clausola di garanzia, frutto dell'autonomia contrattuale, che consente alle parti di rafforzare, diminuire, od escludere convenzionalmente la garanzia, in modo da ricollegare esplicitamente il valore dell'azione al valore dichiarato del patrimonio sociale”. Occorre sottolineare, tuttavia, che la posizione della giurisprudenza di legittimità è rimasta solo a livello di *obiter dicta* poiché, come autorevole dottrina ha affermato (F. BONELLI, *Acquisizioni di società e di partecipazioni sociali di riferimento: le garanzie del venditore*, op. cit., p. 317 e ss.) “in nessuno dei casi da essa esaminati il

della dottrina²⁴, ha per lungo tempo adottato una posizione diversa, qualificando le garanzie in esame alla stregua di qualità promesse *ex art. 1497 c.c.* e la necessaria applicabilità del breve termine prescrizione di un anno, *ex art. 1495 c.c.*, decorrente, in particolare, dalla conclusione del *closing*²⁵.

Le pronunce giurisprudenziali, infatti, pur partendo sempre dall'assunto secondo il quale si deve distinguere tra oggetto immediato (il titolo partecipativo) e oggetto mediato (il patrimonio sociale) del contratto di acquisizione, concludono che attraverso le *business warranties* le dichiarazioni del venditore contribuiscono a identificare una qualità seppur mediata della *res alienata*. L'autonomia contrattuale, quindi, secondo questa interpretazione, non farebbe altro che includere nelle qualità promesse della cosa *ex art. 1497 c.c.*, anche quelle indicate da parte venditrice nelle *business warranties*.

Di conseguenza, ad esse si applicherebbero, in via analogica, le norme riguardanti la presenza di vizi o la mancanza di qualità della

venditore aveva prestato una garanzia contrattuale a favore dell'acquirente relativamente ai beni della società venduta".

Tra la giurisprudenza di merito, invece, si veda: Tribunale di Napoli, 11 marzo 2002, in *Società* 2003, p. 81; Cass. 13 dicembre 2006, n. 26690; Corte Appello di Milano, 5 giugno 1990, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, 387; Corte d'Appello di Milano, n. 3138/2008, inedita; Corte d'Appello di Roma, 5 marzo 2011, in *Giur. Comm.*, 2012, 5, II, p. 1008.

²⁴ D. SCARPA, *Cessione di quota di s.r.l. e tutela dei reali interessi sottesi al negozio*, op. cit., p. 347; M. PINTO, *Le garanzie patrimoniali nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, op. cit., p. 447 e ss., secondo il quale, pur dovendosi distinguere tra le diverse tipologie di *business warranties*, alcune di queste sono qualificabili come promesse della qualità della partecipazione compravenduta in quanto: (i) i contratti di acquisizione hanno ad oggetto le azioni e non il patrimonio della società; (ii) ciononostante "i requisiti patrimoniali della società contribuiscono ad individuare e precisare l'oggetto di quel fascio di diritti trasferiti, in cui si traduce la posizione di socio" ne consegue che "la mancanza delle qualità patrimoniali dedotte nel contratto integra una difformità dell'oggetto del diritto trasferito [...] con il contratto di compravendita di partecipazioni" che ne limita "la possibilità di utilizzazione economica o ne diminuisce il valore" [...], la disciplina sulle garanzie per i vizi e la mancanza di qualità è applicabile "in tutti quei casi in cui l'utilizzabilità economica del diritto trasferito sia menomata da una difformità del suo oggetto rispetto a quanto concordato dalle parti".

²⁵ Momento assimilabile alla "consegna" di cui all'art. 1495 c.c. Cft, in particolare, *supra* nota 8.

cosa venduta e, quindi, anche i brevi termini di decadenza e di prescrizione, previsti *ex art.* 1495 c.c.

La dottrina, peraltro, nel sottolineare la scorrettezza nonché l'inopportunità di tale interpretazione, oltre a richiamare le argomentazioni già prima riportate, non ha mancato di sottolineare, da ultimo, che costituirebbe un'incoerenza logica escludere, da una parte, l'applicabilità delle garanzie legali *ex artt.* 1490 e ss. c.c., con riferimento al patrimonio della società *target*, costituente, infatti, solo l'oggetto mediato dell'acquisizione, e al contempo affermare che una semplice clausola contrattuale possa mutare la qualificazione giuridica delle garanzie, le quali continuano, infatti, a non poter essere qualificate alla stregua di qualità delle partecipazioni²⁶.

4. *Il revirement interpretativo nella giurisprudenza di merito*

Le pronunce in commento sono di particolare interesse in quanto si discostano dall'approccio ermeneutico della giurisprudenza tradizionale di cui si è detto, non riconducendo le *business warranties* nell'ambito degli artt. 1490 e ss. c.c.

La sentenza della Corte d'Appello di Milano, infatti, a conferma del lodo arbitrale impugnato, richiamando l'orientamento interpretativo tradizionale secondo il quale in assenza di specifiche pattuizioni delle parti, è inapplicabile la disciplina legale delle garanzie previste per il contratto di compravendita *ex artt.* 1490 e ss. c.c., conclude che “*in linea con quanto affermato dal lodo impugnato, le cosiddette business warrants, lungi dal rappresentare il veicolo attraverso il quale i venditori promettono qualità essenziali dell'oggetto della compravendita di azioni, costituiscono patti autonomi rispetto a quest'ultima, in quanto non attengono all'oggetto immediato del negozio; ne deriva che ad esse non appare applicabile la disciplina di cui agli artt. 1495 e 1497 c.c.*”.

²⁶ L. G. PICONE, *I contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, p. 92, afferma: “*la giurisprudenza non può prima affermare che il patrimonio è totalmente altro rispetto all'oggetto del contratto, per poi sostenere che in realtà esiste un collegamento tra l'uno (patrimonio sociale) e l'altro (titolo scambiato) tale che la garanzia sulla consistenza del primo costituisce qualità promessa del secondo*”.

L'ordinanza del 25 febbraio 2014 del Tribunale di Milano, seguendo una medesima linea di pensiero, a sua volta rigetta l'eccezione formulata da parte resistente circa la decadenza e la prescrizione *ex art. 1495 c.c.* delle *business warranties* previste nel contratto.

La pronuncia, in particolare, considera l'eccezione irrilevante in quanto in contrasto con l'orientamento maggioritario della giurisprudenza, secondo il quale nel contratto di acquisizione di partecipazioni sociali sarebbe necessario distinguere tra oggetto immediato (partecipazione sociale) e oggetto mediato (patrimonio della società).

Da tale interpretazione la pronuncia fa derivare, quale diretta conseguenza, la inapplicabilità del regime legale previsto dagli artt. 1490 e ss. c.c. con riferimento all'oggetto immediato della compravendita, all'oggetto solo mediato, condividendo, quindi, anche se non esplicitamente, l'orientamento dottrinale maggioritario secondo il quale sarebbe un'incoerenza logica negare, da un lato, l'applicabilità automatica delle garanzie legali della compravendita all'oggetto mediato del contratto di acquisizione e, dall'altro, sostenere che la previsione di un'esplicita garanzia determini la qualificazione della consistenza del patrimonio sociale quale qualità promessa *ex art. 1497 c.c.*

4.1 *E nella giurisprudenza di legittimità*

Sulla questione in esame, nel 2014, si è pronunciata anche la Corte di Cassazione, riformando la sentenza resa dalla Corte d'Appello di Milano²⁷ che nel 2008 aveva esplicitamente optato per l'orientamento interpretativo tradizionale della giurisprudenza.

La Corte di legittimità, in particolare, ha avallato la tesi della non applicabilità del termine prescrizione previsto dall'art. 1495 c.c., statuendo la non qualificabilità delle *business warranties* alla stregua di qualità della cosa venduta *ex art. 1497 c.c.* Nella pronuncia in esame si legge, infatti, che “[...]le pattuizioni – con cui i venditori si impegnavano a corrispondere all'acquirente un indennizzo nel caso e

²⁷ Vedi nota numero 18, si tratta della sentenza della Corte d'Appello di Milano numero 3138/2008.

al momento in cui si fossero prodotti il danno, la perdita e la sopravvenienza passiva – avevano a oggetto obbligazioni accessorie assunte dal venditore in relazione al successivo eventuale manifestarsi di tali accadimenti con la previsione di modalità e termini per comunicare gli eventi o le circostanze suscettibili di generare un obbligo di indennizzo; non avendo a oggetto le qualità del bene oggetto della compravendita (le azioni), erano inapplicabili i termini di prescrizione di cui al combinato disposto degli artt. 1497 e 1495 cod. civ.: il termine di prescrizione era quello ordinario (decennale)”.

L’orientamento che sembra, dunque, essere avallato dalle recenti pronunce giurisprudenziali appena citate appare ben più condivisibile rispetto a quello precedente, non solo per le argomentazioni già richiamate e sostenute dalla dottrina maggioritaria. Si tratta, si ribadisce, della considerazione, innanzitutto, della inadeguatezza del termine prescrizione breve previsto dall’art. 1495 c.c. alle acquisizioni societarie²⁸ e, soprattutto, agli interessi concreti delle parti; in secondo luogo, della incoerenza logica derivante dal sostenere, da una parte, l’inapplicabilità della disciplina legale della compravendita al contratto di acquisizione in assenza di specifiche clausole contrattuali e, dall’altra, l’applicabilità dello specifico regime prescrizione *ex art.* 1495 c.c. nel caso in cui dette clausole siano effettivamente previste dalle parti.

Ma le pronunce in esame sono condivisibili anche per un’ulteriore considerazione: esse, infatti, appaiono maggiormente conformi alla originaria natura, in primo luogo, delle clausole di *representations* e *warranties*²⁹ e alle conseguenze derivanti dalla loro violazione, e, più in generale, dei contratti di acquisizione di partecipazioni sociali.

Come già accennato, infatti, le *representations* nell’ordinamento di *common law* non sono altro che delle dichiarazioni “*which merely*

²⁸ La Cass. 24 luglio 2014 sottolinea, in particolare, che “è innegabile che le clausole introdotte al fine di tutelare proprio la posizione del compratore finirebbero per penalizzarlo quando per la natura stesa degli eventi garantiti – come nel caso di sopravvenienze passive derivanti dalla violazione di norme fiscali e contributive – è evidente che le eventuali difformità della situazione della società rispetto a quella dichiarata possano emergere a distanza di tempo dalla conclusione del contratto, quando ormai il diritto sarebbe ormai ampiamente prescritto ove si dovesse applicare la garanzia legale e il termine di prescrizione di un anno dalla consegna [...]”.

²⁹ Cft., in particolare, par. 2.

*asset the truth of a given state of facts and invite reliance upon it*³⁰ e la loro violazione integra una c.d. *misrepresentation*, assimilabile ad un illecito extracontrattuale, la quale, infatti, comporta una responsabilità in *tort* e, di conseguenza, il diritto al risarcimento del danno subito.

Proprio in considerazione di ciò appare ancora più paradossale cercare di ricondurre la violazione di queste clausole ad un istituto di natura meramente contrattuale, come quello proprio delle garanzie previste dal codice civile per il contratto di compravendita, essendo quest'ultimo un istituto che non ha nulla a che fare con l'origine delle clausole stesse.

Con riferimento, invece, alle *warranties*, l'ordinamento anglosassone condivide l'inquadramento contrattuale delle clausole, e precisa che dalla violazione di esse deriva il diritto di controparte di agire per il risarcimento del danno subito, equivalente all'interesse positivo, calcolato in via differenziale tra il vantaggio che avrebbe ottenuto nel caso in cui la garanzia fosse stata rispettata e quello ottenuto, invece, nel caso concreto.

Sebbene in questo caso le *warranties* entrino a far parte del contratto, tuttavia, costituisce comunque una forzatura ricondurre la violazione delle stesse ad un rimedio speciale tipico del contratto di vendita e, come tale, del tutto diverso e distante dalla reazione dell'ordinamento ad un *tort*. Nell'ordinamento di *common law*, infatti, la distinzione tra responsabilità contrattuale, o meglio, da inadempimento di un'obbligazione, ed extracontrattuale è tendenzialmente meno netta rispetto ai sistemi continentali e la concessione di un diritto risarcitorio a condizioni così diverse (prescrizione di un anno anziché ordinaria) da quelle tipiche dei fatti illeciti non sarebbe comprensibile.

Il diritto di origine anglosassone, infatti, non è fondato sulla enucleazione del concetto di obbligazione e, quindi, sulla distinzione tra responsabilità da inadempimento della stessa, da un lato, e da illecito non derivante da un precedente rapporto obbligazionario, dall'altro lato; qualificazione, invece, tipica degli ordinamenti di *civil law*, i quali sono caratterizzati, infatti, da un'origine romanistica.

³⁰ MINDY CHEN WISHART, *Contract law*, Oxford University Press, New York, 2005, p. 198.

Nel diritto di *common law* che nasce, piuttosto, come strumento “rimediale” per assicurare, appunto, un rimedio laddove ciò fosse richiesto dai privati, la tutela, definibile, contrattuale deriva dall’evoluzione dell’utilizzo del rimedio previsto originariamente per gli illeciti extracontrattuali³¹.

Nell’un caso (*representations*) e nell’altro (*warranties*), quindi, l’opzione ermeneutica della giurisprudenza tradizionale costituisce una forzatura non ammissibile, avendo riguardo alla categorizzazione originaria degli istituti in esame.

Con riferimento, poi, in generale, alla natura dei contratti di acquisizione di partecipazioni sociali occorre sottolineare che, come detto al principio della presente esposizione, gli stessi sono figli di un orientamento straniero, quello anglosassone e possono così essere definiti, richiamando una nozione elaborata da autorevole dottrina, come contratti alieni³².

Si tratterebbe, cioè, di un accordo non atipico, *ex art. 1322 c.c.*, perché non rientrante in alcuno schema legale previsto dal legislatore nazionale, ma piuttosto alieno, il quale cioè, ignora il diritto italiano e non vuole essere, quindi, qualificato alla luce del diritto italiano stesso, ma, al contrario, è elaborato per essere autosufficiente, tanto che pretendere l’integrazione dello stesso con l’art. 1495 c.c., quale conseguenza alla qualificazione *ex art. 1497 c.c.*, costituirebbe anche un’inaccettabile forzatura della sua intrinseca natura.

5. La recente proposta legislativa

L’attualità e l’importanza del tema in esame, testimoniate dai numerosi interventi dottrinali e giurisprudenziali, trovano conforto

³¹ Il *writ of trespass* nasce nel mondo anglosassone, infatti, come rimedio giuridico per assicurare il risarcimento del danno a chi avesse subito un’invasione illecita della propria sfera giuridica. Tale istituto, tuttavia, poiché garantiva una più immediata ed agevole tutela, a partire dal XIV secolo, è stato applicato in via analogica (*trespass on the case*) fino ad assicurare la tutela risarcitoria in caso di non diligente adempimento o di inadempimento dell’obbligazione contrattuale. Sia il primo che il secondo caso, infatti, furono assimilati ad una invasione illecita dell’altrui sfera giuridica, riconducendo così l’inadempimento all’illecito civile (*trespass*).

Cft. A. GAMBARO-R. SACCO, *Sistemi giuridici comparati*, Utet, 2008.

³² G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Giappichelli editore, Torino, 2008, p. 44.

altresì nella recente proposta di legge, numero 1610, presentata alla Camera dei Deputati il 20 settembre del 2013, la quale si è interessata direttamente del problema in esame cercando di porre fine all'incertezza interpretativa circa il regime prescrizione applicabile alle *business warranties*, manifestatasi, come detto, in dottrina e giurisprudenza.

Nella relazione alla proposta di legge si sottolinea che scopo della stessa è quello di incentivare gli investimenti esteri in Italia, prevedendo una disciplina certa avente ad oggetto le operazioni di acquisizione delle partecipazioni sociali: la rapida ed efficace circolazione delle azioni e delle quote rappresenta, infatti, uno degli elementi fondamentali su cui si regge la competitività di un paese.

La proposta, in particolare, vuole introdurre una sezione IV-bis al libro quarto, titolo III, capo I, del codice civile, dopo le norme previste in relazione al contratto di compravendita, due articoli, uno riferito alla cessione d'azienda (art. 1547-bis c.c.), l'altro, invece, alla vendita di partecipazioni sociali (art. 1547-ter c.c.).

L'art. 1547-ter c.c., in particolare, dovrebbe essere formulato come segue: "*nella vendita di partecipazioni sociali i diritti derivanti dai patti relativi alla consistenza, alle caratteristiche del patrimonio, alle prospettive reddituali e alla situazione economica e finanziaria della società si prescrivono in cinque anni*".

Come attenta dottrina ha già osservato³³, la norma in esame recepirebbe l'orientamento dottrinale maggioritario, nonché quello giurisprudenziale più recente, manifestatosi nelle pronunce qui commentate, secondo il quale le *business warranties* non potrebbero essere qualificate alla stregua di garanzie di qualità del bene compravenduto, *ex art. 1497 c.c.*, con conseguente applicazione del termine prescrizione annuale *ex art. 1495 c.c.*: la prescrizione, infatti, sarebbe quinquennale.

La relazione alla proposta di legge, in particolare, riprendendo le osservazioni della dottrina, sottolinea l'inopportunità, nell'acquisto di partecipazioni sociali, di un termine prescrizione così breve come quello annuale; inoltre, richiama l'opzione ermeneutica che ha

³³ M. SPERANZIN e A. TINA, *Una recente proposta legislativa in tema di trasferimento di aziende e di partecipazioni sociali*, in *Le Società*, numero 3/2014, p. 261 e ss.

sottolineato la diversità tra l'oggetto immediato della compravendita (partecipazione sociale) e quello mediato (patrimonio della società) e la conseguente applicabilità delle garanzie legali solo all'oggetto immediato.

La proposta di legge in commento, sulla base delle precedenti considerazioni, appare meritevole per un duplice ordine di ragioni: in primo luogo, infatti, recepisce l'orientamento interpretativo maggiormente condivisibile, come già sottolineato, da un punto di vista logico giuridico, nonché per quanto riguarda l'interesse effettivo delle parti e, in particolare, dell'acquirente. La previsione di un termine di prescrizione certo, inoltre, oltre a evitare le incertezze interpretative già manifestatesi in giurisprudenza, sicuramente può costituire un incentivo per concludere operazioni di acquisizioni in Italia, non lasciando l'eventuale acquirente nel dubbio circa l'eventuale esperibilità dei rimedi contrattuali previsti.

È opportuno sottolineare, del resto, che la scelta legislativa in esame si discosterebbe dagli approdi ermeneutici della dottrina e della giurisprudenza recente introducendo in modo innovativo un termine prescrizione più breve rispetto a quello ordinario decennale *ex art. 2946 c.c.* La norma, quindi, oltre che soddisfare un'esigenza di certezza e tutelare l'acquirente liberandolo dal troppo ristretto termine prescrizione annuale *ex art. 1495 c.c.*, sembrerebbe offrire una tutela anche all'alienante: quest'ultimo, infatti, potrebbe subire le azioni dell'acquirente solo nei cinque anni successivi alla violazione dell'obbligo assunto in garanzia.

Nel silenzio del legislatore la decorrenza del termine prescrizione dovrebbe decorrere, secondo i criteri generali, *ex art. 2935 c.c.*, dal giorno in cui il diritto può essere fatto valere e, quindi, nei cinque anni successivi alla violazione della *business warranties*.

6. Conclusioni

Come già sottolineato, la problematica giuridica che si è analizzata deriva da un importante fenomeno che caratterizza il mondo del diritto, il quale rispecchia le peculiarità della società contemporanea di cui è espressione, tra le quali, spicca, in primo luogo, la sua transnazionalità.

Tanto il legislatore, con la richiamata proposta legislativa, quanto la giurisprudenza più recente, da ultimo, anche di legittimità sembrano essersi orientati verso l'opzione ermeneutica - maggiormente condivisibile - che non qualifica le *business warranties* alla stregua di qualità promesse ex art. 1497 c.c. A fronte di tale opzione ermeneutica, pertanto, il breve termine prescrizione annuale di cui all'art. 1495 c.c. non trova applicazione, venendo per contro, in rilievo il termine ordinario decennale per l'orientamento giurisprudenziale sopra riportato e quello quinquennale, invece, per la proposta legislativa.

Ciò che appare più importante sottolineare, tuttavia, è che, aldilà dell'effettivo termine prescrizione applicato, la giurisprudenza più recente, così come il legislatore, sembrano volersi discostare dall'atteggiamento tradizionale e tipico degli operatori giuridici degli ordinamenti di *civil law*, ossia l'atteggiamento caratterizzato dalla necessità di inquadrare e classificare qualsiasi strumento giuridico elaborato dall'autonomia contrattuale entro le "maglie" degli istituti civilistici tipici nazionali³⁴. Il che, il più delle volte, sembrerebbe essere giustificato dal timore di un'eccessiva autonomia del diritto privato: autonomia, tuttavia, spesso ricercata volutamente dalle parti per regolare autonomamente, appunto, - nei limiti concessi da ciascun ordinamento - l'intero assetto negoziale, senza che esso debba essere "ingabbiato" negli istituti civilistici tipici dell'ordinamento nazionale.

Qualificare, pertanto, le *business warranties* come qualità promesse ex art. 1497 c.c. costituirebbe anche un'interpretazione inaccettabile in quanto contrastante con la volontà delle parti, nonché con la intrinseca natura del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali. Si tratterebbe, peraltro, di un'operazione ermeneutica ancora meno giustificabile sol se si consideri che le norme del codice civile,

³⁴ Si tratta della tendenza degli interpreti italiani di cercare di ricondurre ad uno specifico tipo legale i contratti conclusi dalle parti, al fine di individuarne la disciplina legale applicabile, ricorrendo solo in un secondo momento ai principi generali del codice civile.

Questa impostazione inverte di fatto l'ordine sistematico imposto dal codice civile all'art. 1323 che, infatti, dispone: "Tutti i contratti, ancorché non appartengano ai tipi che hanno una disciplina particolare, sono sottoposti alle norme generali contenute in questo titolo". Cft. A tal proposito, G. DE NOVA, *Il contratto. Dal contratto tipico al contratto alieno*, Cedam, 2011, p. 27.

risalenti al 1942, si riferiscono a una realtà economica ben diversa da quella attuale e che, quindi, in alcuni casi, mal si attagliano ai contratti dei moderni traffici commerciali.

La problematica in esame, in particolare con la pronuncia della Corte di legittimità del 25 luglio 2014, sembrerebbe avvicinarsi ad una soluzione giurisprudenziale condivisibile e conforme alla dottrina maggioritaria, nonché alla giurisprudenza arbitrale. Sarà, quindi, fondamentale, al fine di delineare un precedente più consolidato, la sentenza della Corte di Cassazione che dovrà pronunciarsi sul ricorso avverso la sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 2801/2013.

L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*

SOMMARIO: 1. Cenni storici; 2. Nozione; 3. Tipologia dei contratti; 4. La regolamentazione; 5. Obblighi di trasparenza, causa ed oggetto; 5.1. Segue. La causa concreta; 5.2. Il Mark to Market; 5.3. Gli scenari probabilistici.

1. Cenni storici

I contratti (su) derivati sono oggi percepiti dall'opinione pubblica come strumenti finanziari creati negli anni '90 dalle banche e da altri intermediari finanziari. Tali strumenti non godono – come noto - di buona fama, tanto che qualcuno li ha addirittura definiti 'armi di distruzione finanziaria di massa'¹. Oggetto dei maggiori recenti scandali finanziari, i contratti (su) derivati hanno causato ingenti perdite presso il pubblico e le imprese cui sono stati collocati. Da più parti la diffusione di tali contratti è inoltre considerata tra le concause della gravissima crisi economica che attanaglia Stati Uniti ed Europa.

Contrariamente alla opinione comune i contratti (su) derivati hanno origine antichissima. Come pure sono ricorrenti nella storia le crisi economiche che negli stessi trovano fondamento.

In questa sede non è possibile ripercorrere, se non in maniera *tranchant*, la storia di tali contratti. Ed è un peccato perché è una storia che ha molto da insegnare a chi nel XXI secolo intenda approfondire – sotto il profilo economico ovvero giuridico – tali contratti.

* Relazione tenuta al convegno Finanziamenti alle imprese in crisi e rischi concorsuali, Monopoli, 30 settembre 2016.

¹ W. BUFFETT, *Derivatives are Financial Weapons of Mass Destruction*, <http://www.investorwords.com/tips/389/derivatives-are-financial-weapons-of-mass-destruction.html>; Id, Berkshire Hathaway, *Relazione al bilancio*, 2002, ove così precisa << The derivatives genie is now well out of the bottle, and these instruments will almost certainly multiply in variety and number until some event makes their toxicity clear. Central banks and governments have so far found no effective way to control, or even monitor, the risks posed by these contracts. In my view, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal>>.

Con qualche forzatura la dottrina statunitense rintraccia il primo contratto su derivati nella Bibbia (Genesi, 29), e quindi secondo la tradizione 1700 anni prima di Cristo². Secondo tale dottrina Giacobbe avrebbe acquistato da Labano l'opzione di sposarne la figlia Rachele in cambio di sette anni di lavoro. Al termine dei sette anni Labano anziché Rachele (bella di forme e avvenente di aspetto) gli diede in moglie la primogenita Lia (dagli occhi smorti). Volendo Giacobbe sposare (anche) Rachele di cui era innamorato Labano gli concesse una (seconda) opzione: il diritto di sposare Rachele in cambio di ulteriori sette anni di lavoro gratuito. Il primo derivato si concludeva dunque con il primo *default*: Giacobbe era costretto a pagare il doppio del prezzo convenuto per un prodotto ... che il tempo aveva inevitabilmente deprezzato ...

La storia antica offre altri esempi di contratti derivati. Talete di Mileto nel 580 a.c. – racconta Aristotele - fece fortuna (era infatti povero) stipulando in inverno (quando la domanda di utilizzo era ovviamente bassa) una opzione sull'utilizzo in autunno di alcuni frantoi (epoca della massima domanda, tantopiù perché quell'anno vi era stata una abbondante raccolta di olive)³.

Nel 1164 Genova vendeva ad un istituto finanziario (Monte) le entrate fiscali future di alcuni anni in cambio di un anticipo

² D.M. CHANCE, *A Chronology of derivatives*, in *2 Derivatives Quarterly*, 1995, 53 – 60; W. F. SHARPE, *Investments*, New Jersey, 1985; E. J. SWAN, *Building the Global Market: a 4000 Year History of Derivatives*, Londra, 2000.

³ Così la gustosa ricostruzione dell'episodio da parte di G.B. Portale, in occasione della presentazione del libro di E. Girino, <<Aristotele stanco del fatto che prendessero in giro i filosofi considerati inutili, ha raccontato un espediente, diciamo così, di Talete di Mileto, il quale, però, aveva una grande conoscenza dell'astronomia, e in base alla astrologia, forse più che astronomia, dalla lettura e dall'osservazione degli astri, prevede che ci sarebbe stata un'estate di grande produzione di olive. Talete, pur essendo povero, in quel momento disponeva di denaro e prese in affitto tutti i frantoi per produrre l'olio. Lo prendevano per matto. Dopodiché, effettivamente, ci fu questa grande produzione di olive e lui ha rivenduto, o meglio, avendo preso i frantoi in affitto, ha ceduto contro corrispettivo i contratti e guadagnato tanti soldi>> (online all'url www.ghidini-associati.it/2FQuale%2520futuro%2520per%2520i%2520derivati%2520finanziari%2520-%2520Trascrizione%2520Dibattito.pdf&ei=2H5MUNPNMMzVsgaoxICwBQ&usg=AFQjCNEVYr8bsGPVz71becQLa7C3cPQfrg&sig2=FgO5Jvk0yfTTQah7ft8Uyg&cad=rja).

immediato. Nasceva così il primo contratto su derivati stipulato da un Ente locale.

La diffusione dei contratti su derivati va però rintracciata in età moderna con l'ammissione alla negoziazione al Royal Exchange di Londa di contratti forward (cui seguiva la prima bolla speculativa relativa alla cosiddetta 'mania dei tulipani', 1637⁴) mentre al mercato del riso di Osaka (Yodoya) intorno al 1650 venivano negoziati i primi 'futures'.

Il susseguirsi di scandali legati alla contrattazione in derivati – tra cui la bolla speculativa della South Sea Company del 1720⁵ - spingeva il legislatore inglese ad inibirne la negoziazione dal 1773 al 1860 (Barnard's Act). Divieti di tale genere sono del resto frequenti sino ad oggi, si pensi ad esempio al divieto di contrarre operazioni su derivati previsto per gli Enti locali italiani previsto dall'art. 62 del dlgs 25 giugno 2008, n. 112 e poi confermato dall'art. 1, co. 572, della l. 24 dicembre 2013, n. 147 . Su cui tornerò.

Nel 1821 veniva costituito il Liverpool Cotton Exchange, per i *futures* sul cotone, mentre nel 1848 veniva costituita la Chicago Board of Trade⁶, in cui erano negoziati contratti derivati (*futures*) sul grano, inizialmente con finalità di *hedging* e poi (anche) speculativa. I predetti contratti furono standardizzati nel 1865 e nel 1925 veniva creata la prima stanza di compensazione delle operazioni sui predetti strumenti. Nascevano quindi i moderni contratti derivati negoziati su mercati regolamentati. Che il legislatore tentava sin dal 1922 di

⁴ Di cui parla C. MACKAY, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (1841), in argomento v. M. DASH, *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower & the Extraordinary Passions It Aroused*, Londra, 1999; A. PAVORD, *The Tulip*, New York, 1999. Nel XVII secolo la domanda dei tulipani era cresciuta talmente tanto che talune varietà pregiate raggiungevano il prezzo di 6000 fiorino per singolo bulbo (il bulbo in questione era il *Semper Augustus*). Nel 1637 i commercianti – di fronte ad una domanda oramai satura – iniziarono a vendere determinando lo scoppio della bolla (e le perdite di chi aveva comprato derivati ad un prezzo – oramai – dieci volte superiore a quello del mercato). Al riguardo riveste interesse constatare che nel susseguente contenzioso per l'esecuzione dei contratti i giudici olandesi ritennero applicabile l'eccezione del gioco, e quindi l'inesigibilità coattiva delle obbligazioni contrattuali).

⁵ Su cui C. OLDANI, *I derivati finanziari*, Milano, 2010, 57.

⁶ Da cui poi è nato il *Chicago Board Option Exchange* (1973) la maggiore borsa di opzioni del mondo cfr. C. OLDANI, *I derivati finanziari*, cit., 47 ss.

regolamentare (Grain Futures Act).

Il resto è storia recente. Nel 1972 sempre a Chicago veniva costituito il primo mercato dei futures su valute (International Monetary Fund) e successivamente il mercato dei derivati si ampliò a ricomprendere l'oro (1974). Il passo ai derivati su indici o strumenti finanziari fu quindi breve. I futures su tassi di interesse videro la luce nel 1975 (Government National Mortgage Association) e quelli su titoli sovrani (U.S. Treasury Bond Futures) nel 1981. Di qui in poi i derivati iniziarono ad avere a riferimento qualsiasi tipologia di 'sottostante'.

I derivati trascinavano negli anni '80 dai mercati regolamentati a quelli non regolamentati (over the counter, letteralmente 'sul bancone'). Gli strumenti divenivano sempre più complessi e, in considerazione dello spregiudicato utilizzo della leva finanziaria, rischiosi. Gli operatori iniziarono dunque a classificare i derivati in due macro categorie: i contratti 'esotici' per loro natura atipici e i contratti standardizzati denominati significativamente 'plain vanilla' dal nome del gusto di gelato più diffuso (e semplice nella sua realizzazione) che ci sia ... la vaniglia appunto⁷!

Alla diffusione dei derivati - oggi il valore stimato dei derivati finanziari è oltre 12 volte il PIL mondiale o per esprimere una cifra che farebbe impallidire persino Paperon de' Paperoni: oltre 600 trilioni di dollari - facevano seguito una serie di scandali finanziari. Tra cui i più noti sono quello Metallgesellschaft (1993), il fallimento della Contea Californiana di Orange County nel 1995⁸ (primo caso di *default* di un Ente locale), della banca Barings (1995), del Long Term Capital Management (1998) e della Enron (2001). La caratteristica comune delle predette crisi è di essere state generate non dai derivati <<in quanto tali, bensì da un loro utilizzo maldestro, se non fraudolento, oppure dallo sfruttare in maniera esasperata la leva che essi permettono>>⁹.

2. Nozione

⁷ M.P. DURBIN, *All about derivatives : the easy way to get started*, New York, 2005.

⁸ Il cui tesoriere Robert Citron (sic!) aveva investito in derivati altamente speculativi 1,5 miliardi di dollari cfr. *Orange County Goes Bust*, Time Magazine, 19 dicembre, 1994.

⁹ C. OLDONI, cit., 69.

Non è facile dare una definizione di ‘derivato’. Possiamo innanzitutto dire che – come si è visto e nella sua forma moderna - si tratta di un istituto contrattuale sviluppatosi negli ordinamenti di *common law*, insomma un contratto come ha affermato autorevole dottrina ‘alieno’ <<dove il termine “alieni” ha come calco “alius”, e quindi “altro, straniero”, ma anche “alien”, e quindi “extraterrestre”>>¹⁰ - e che tale genesi si manifesta finanche nel nome che costituisce una traduzione dell’aggettivo inglese ‘Derivative’. Con tale termine la dottrina inglese identifica quegli strumenti finanziari basati su un altro strumento elementare, che ne influenza il valore¹¹. Nell’ordinamento italiano manca – nella normativa primaria - una definizione di tale tipologia di contratti, limitandosi il TUF a precisare che i contratti su derivati elencati all’art. 1, co., 2 lett. d), e), f) g), h) e j) sono ricompresi tra gli <<strumenti finanziari>> (*rectius* sono contratti dai quali ‘derivano’ – qui è il caso - strumenti finanziari). Qualche elemento in più è fornito dalla prassi e così la Banca d’Italia (art. 3, *Istruzioni di vigilanza per le banche*) li definisce <<i>contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. Il loro valore ‘deriva’ da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti derivati, ad esempio, i *futures*, le *options*, gli *swaps*, i *forward rate agreements*>>. In termini non dissimili si esprimeva già vent’anni fa la dottrina italiana che ha approfondito il fenomeno, per cui i derivati possono definirsi <<come contratti il cui valore deriva (cioè dipende) dal prezzo di una “attività finanziaria sottostante”, ovvero del valore di un parametro finanziario di riferimento (indice di borsa, tasso d’interesse, cambio)>>¹². Tra le due definizioni innanzi ricordate quella della Banca d’Italia appare più precisa. Infatti il termine ‘deriva’ potrebbe assumere un significato ambiguo nella qualificazione alla stregua del diritto interno di tale tipologia

¹⁰ G. DE NOVA, “*The Law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy*”: il contratto alieno, in *Judicium.it*, 2011, all’url http://judicium.it/news/ins_15_05_07/De%20nova%20Nuovi%20Saggi.html; ID., *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.

¹¹ R.W. KOLB, - J.A. OVERDAHL, *Financial derivatives*, Cambridge, 2002.

¹² G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenzia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. RIOLO, Milano, 1993, p. 27.

contrattuale. Infatti il contratto derivato non è un contratto collegato ad altro rapporto giuridico, bensì un contratto che ‘insiste’ su elementi di altri negozi¹³. Come si è correttamente osservato in dottrina oggetto del contratto non è mai il ‘sottostante’ ma il differenziale (*netting* se relativo ai pagamenti periodici, *payoff* per la liquidazione alla scadenza) tra il valore dell’entità di riferimento al momento della stipula e quello assunto dalla medesima entità al momento della data di esecuzione del contratto¹⁴. Da qui discende il riconoscimento dell’astrattezza del derivato <<quale componente essenziale e qualificante>>¹⁵. Anche ove il contratto preveda la possibilità, alla scadenza, di ottenere la consegna del sottostante (consegna fisica o *physical delivery*), ciò costituisce costantemente una facoltà alternativa di adempimento dell’obbligazione rispetto al pagamento del differenziale (*cash settlement*).

Più utile – anche al fine di distinguere tali contratti da contratti simili, quali, ad esempio, i contratti di riporto, pronti contro termine, i contratti differenziali etc. – appare la definizione di contratto (su derivati fornita dallo standard contabile IAS 39 (emanato nel dicembre 1998 e applicabile a partire dal 1° gennaio 2001)¹⁶. Infatti tale definizione valorizza le caratteristiche tipologiche del derivato. Così

¹³ E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 8 ss; F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo, finanziario*, in *Contr. Impresa*, 2009, 308 il quale osserva che <<il collegamento tra due contratti, che così si crea negli strumenti derivati con finalità di copertura, collegamento unilaterale alla luce della strumentalità della stipula del contratto relativo allo strumento derivato rispetto alla stipula del contratto relativo alla posizione sottostante, è di mero fatto e non di diritto, in quanto la mancanza di validità e/o efficacia del contratto relativo alla posizione sottostante ‘da coprire’ con lo strumento derivato non incide in alcun modo sulla validità ed efficacia dei contratti relativi allo strumento derivato, proprio per l’autonomia finanziaria che contraddistingue quest’ultimo>>.

¹⁴ Corte Cost., 18 febbraio 2010 n. 52 in *Banca borsa tit cred.*, 2011, 18 con nota di A. SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all’utilizzo degli strumenti derivati da parte di enti territoriali*; E. GIRINO, *Natura e funzioni della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza italiana*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 35 ss; ID., *I contratti derivati*, 16 ss. cui si rinvia per ulteriori riferimenti in dottrina e in giurisprudenza.

¹⁵ E. GIRINO, *I contratti derivati*, 21 ss.

¹⁶ Su cui A. IANNUCCI, *IAS 39: strumenti finanziari derivati*, in *Guida alla contabilità e bilancio*, n. 11 dell’11 giugno 2007, Milano, 58 ss.

lo IAS 39 definisce il derivato quel contratto o strumento finanziario che possieda, congiuntamente, le seguenti caratteristiche: <<(a) il suo valore cambia in relazione al cambiamento di un tasso di interesse, di un prezzo di uno strumento finanziario, di un prezzo di una merce, di un tasso di cambio in valuta estera, di un indice di prezzi o di tassi, di un merito di credito (rating) o indici di credito o altra variabile prestabilita (alcune volte denominata “sottostante”); (b) non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato; (c) è regolato a data futura, con regolamento differito rispetto alla data di negoziazione>>.

La prima caratteristica è coerente con la tradizionale nozione del derivato, contratto che assume a riferimento il valore di un bene (materiale o immateriale). La seconda caratteristica valorizza l’effetto ‘di leva’ contenuto dallo strumento che consente di ottenere ad un costo più contenuto lo stesso risultato conseguibile attraverso un contratto sul sottostante (ma anche amplifica opportunità di profitto e rischi di perdita). La terza ricorda che il derivato è *species* del *genus* dei contratti a termine ovvero ad esecuzione differita¹⁷.

La necessaria compresenza di tutte e tre le caratteristiche di cui innanzi evidenzia inoltre la natura geneticamente aleatoria del contratto. Il derivato – val la pena sin da ora di evidenziarlo, almeno quando collocato da intermediari finanziari – è normativamente sottratto alla esenzione dall’eccezione di gioco di cui all’art. 1933 c.c.¹⁸ (art. 23 TUF, ma già art. 23 l. 1/1991). Nel presupposto, evidentemente, che, a ragione del loro utilizzo nell’ambito dell’attività di impresa l’elemento aleatorio non costituisca <<l’unica ragione che abbia indotto>> i contraenti alla stipula¹⁹ Tale aspetto, vale a dire la

¹⁷ E. GIRINO, cit., 52.

¹⁸ In arg. V. F. CAPRIGLIONE, *I prodotti “derivati”: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, 359 ss.; G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. Impresa*, 2009, 1133 ss.

¹⁹ G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in AA.VV., *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, 39; G. GABRIELLI, cit., 1134, il quale ricorda – manifestando il proprio scetticismo al riguardo - che sarebbe la «logica della ‘razionalizzazione’ a consentire di distinguere fra speculazione e scommessa. Lo speculatore compie, bensì, una scommessa, ma su

razionalità dell'alea assunta dall'investitore, come vedremo *infra*, è assunto a condizione di validità del contratto da una recente giurisprudenza.

Il contratto su derivati permette ai contraenti di perseguire le seguenti finalità:

a.- di protezione (*hedging*). Vale a dire la possibilità attraverso il 'derivato' di proteggere il contraente da taluni, potenziali, rischi o comunque ridurre gli stessi;

b.- speculativa (*trading*), al fine di realizzare un lucro in assenza di posizioni sottostanti da coprire;

c.- arbitraggio (*arbitrage*). In questo caso l'operazione in derivati è combinata ad una o più operazioni sul sottostante al fine di lucrare sulle eventuali differenze di valorizzazione (disarmonie temporanee) sui diversi mercati.

Nel nostro paese il legislatore non limitata l'autonomia privata nell'utilizzo dei contratti (su) derivati per perseguire ognuna delle finalità di cui innanzi, se non nei limiti tracciati, in via generale, dall'art. 1322 cc.. Ove, invece, la controparte sia una Pubblica Amministrazione il legislatore ha avuto cura di precisare (l. 27 dicembre 2006, n. 296, DM 1° dicembre 2003, n. 389 attuativo dell'art. 41, co.1°, della l. 28 dicembre 2001, n. 448; art. 5, d.l. 25 maggio 1996, n. 287 e DM 5 luglio 1996, n. 420), prima di vietare del tutto tali operazioni agli enti locali, che le operazioni in derivati sono lecite solo ove assolvano una finalità di copertura dei rischi assunti dalle amministrazioni stesse nell'accesso al mercato del credito.

3. Tipologia dei contratti

I derivati possono essere classificati in differenti categorie a seconda:

a) Della loro negoziazione in mercati regolamentati o non regolamentati ("Over The Counter").

a.1) I primi sono contratti in cui tutte le condizioni contrattuali

base razionale o quanto meno 'razionalizzabile', sicché, se vince, e per aver avuto una 'migliore padronanza' dei dati disponibili, mentre lo scommettitore vero e proprio vince per pura fortuna. Il contributo utile dello speculatore sta, quindi, nell'immissione nel sistema di 'ricchezza informativa': il prezzo di mercato dei rischi è la risultante di una serie di contributi di 'ricchezza informativa'».

sono standardizzate eppertanto sottratte all'autonomia contrattuale. Per contro la concentrazione delle operazioni nelle Borse e la presenza di stanze di compensazione (*clearing houses*) contribuiscono a favorire la formazione in via continuativa dei prezzi degli strumenti finanziari, la liquidità dei predetti strumenti e la riduzione del rischio dell'inadempimento delle parti alle obbligazioni assunte. Per tali ragioni i predetti contratti presentano minori criticità, dacchè i soli problemi che essi pongono <<sono i problemi della sua circolazione, segnatamente la protezione dell'investitore per conto del quale l'intermediario acquista strumenti finanziari derivati>>²⁰. Protezione al cui presidio sono posti innanzitutto le clausole generali di correttezza e buona fede, e poi gli obblighi comportamentali previsti dalla normativa di settore, primaria e secondaria, che di tali clausole generale costituiscono specificazione. Non sorprende dunque che il contenzioso relativo a tali strumenti sia più contenuto rispetto ai contratti negoziati su mercati non regolamentati.

a.2.) I contratti OTC sono, invece, liberamente negoziati tra le parti. Lo stesso regolatore ammette che <<il mercato dei derivati OTC è caratterizzato da peculiarità che ne rendono il funzionamento profondamente diverso da quello dei mercati di altri strumenti finanziari. Il basso livello di standardizzazione dei contratti derivati determina, di fatto, l'impossibilità alla circolazione e al trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l'assenza di prezzi di riferimento generati da mercati secondari liquidi ed efficienti. La presenza di clausole complesse rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio-rendimento e il *pricing* dei contratti. L'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto *marking to market*)>>²¹. Inoltre tali contratti integrano – quasi sempre – non solo delle operazioni in contropartita diretta da parte

²⁰ D. MAFFEIS, *Contratti derivati, Banca borsa tit. cred.*, 2011, 604 ss.

²¹ Audizione del DG della Consob Massimo Tezzon, Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati, VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, 30 ottobre 2007.

dell'intermediario (il che potrebbe comportare la sussistenza di un immanente conflitto di interessi del medesimo) ma anche (è il caso degli IRS e dei cosiddetti derivati impliciti) lo strumento finanziario trova la propria genesi nello stesso regolamento contrattuale stipulato tra intermediario e cliente.

b) In base all'entità di riferimento si suole distinguere tra *commodities* e *financial derivatives*. I *commodities derivatives* sono contratti su derivati la cui *reference entity* è costituita da merci quali il petrolio, l'oro, il grano, etc. Mentre i *financial derivatives* sono contratti in cui il sottostante è rappresentato da attività finanziarie, quali azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati etc. La classificazione ha scarso rilievo pratico. Innanzitutto perché oggi l'entità di riferimento può essere costituita da elementi non catalogabili né come merci né come attività finanziarie. Si pensi ai *wheather derivatives* in cui la *reference* è costituita dalle condizioni atmosferiche ovvero ai derivati su 'quote di emissione'. Ma lo stesso vale anche per i cosiddetti CDS o Credit Default Swap in cui il sottostante è rappresentato dal *rischio di credito* che il contratto derivato consente di 'mercificare' (*credit risk securitization* o *commoditization*²²), eppertanto a rigor di logica dovrebbero essere considerati *commodities derivatives*. Per quanto riguarda l'ordinamento italiano i derivati su merci sono sottratti al regime vincolistico del TUF – vale a dire non sono considerati strumenti finanziari - ove prevedano <<la possibilità di esecuzione per *delivery* (in via esclusiva o quale libera alternativa bilateralmente accordata alle parti)>> ed abbiano <<una funzione commerciale>>²³. Secondo parte della dottrina tale esclusione troverebbe causa nel <<principio per il quale la prevalenza della finalità acquisitiva del fondamentale (...) deprivava lo strumento di ogni velleità derivativa>>²⁴.

c) In base alla complessità dello strumento si suole distinguere tra i già citati derivati *plain vanilla* vale a dire quei contratti (*future, option, swap*) che hanno una struttura elementare e in genere standardizzata, più comprensibile e senza punti di discontinuità nella

²² E. BARCELLONA, *Nota sui derivati creditizi. Market failure o regulation failure*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 652 ss. a p. 660; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito. Il credit default swap*, in *Dir.comm. int.*, 1997, 103 ss.

²³ E. GIRINO, cit., 165.

²⁴ E. GIRINO, cit., 168.

definizione del c.d. “*payoff*”²⁵, e quelli cosiddetti *esotici* (*exotic*) che sono il prodotto dell’ingegnerizzazione finanziaria di diverse tipologie di derivati e che nell’ultimo decennio hanno avuto un enorme sviluppo anche in termini di complessità. Per loro natura i derivati *esotici* sono atipici.

d) In base all’oggetto del contratto si possono distinguere i derivati ‘puri’ da quelli cosiddetti ‘embedded’ o impliciti in cui componenti derivative sono inserite in contratti tipici, e prevalentemente in contratti di finanziamento (mutui, *leasing* etc)²⁶. In qualche misura snaturandoli. Si tratta di una tipologia in grandissima diffusione e altamente pericolosa. In quanto l’opacità insita nello strumento derivativo è in qualche modo ulteriormente amplificata dall’essere, lo stesso, occultato in un contratto tipico, e quindi spesso sottoscritto dai clienti dell’intermediario senza particolari remore.

4. La regolamentazione

In occasione del recepimento della direttiva Mifid il nostro ordinamento si è dotato di un sistema regolamentare più stringente in materia di servizi di investimento aventi ad oggetto contratti su derivati²⁷. La nuova disciplina (Regolamento intermediari 16190/2007²⁸) ha dettagliato quanto già previsto dall’art. 21 TUF in materia di criteri generali cui deve ispirarsi la prestazioni di servizi e

²⁵ Il “*payoff*” ovvero la sintesi delle obbligazioni previste dalle parti (è traducibile in forma funzionale grafica).

²⁶ A.A. DOLMETTA, *Di derivati impliciti e di derivati apparenti*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 21, 2016.

²⁷ Sull’evoluzione della normativa in materia v. F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell’effettività della condotta*, 2009, ilcaso.it; ID. *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004; P. SERRAO D’AQUINO, *Obblighi informativi e responsabilità dell’intermediario. Parte I: i criteri generali di comportamento, operatore qualificato, profilatura della clientela secondo la Mifid. Obblighi informativi legati ai prodotti derivati*, *Giur. merito*, 2012, 1466 ss.

²⁸ Adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 19094 dell’8 gennaio 2015 e 19548 del 17 marzo 2016.

attività di investimento²⁹, ed ha distinto, in capo all'intermediario, obblighi tanto di informazione 'passiva' e informazione 'attiva'³⁰. Appartengono agli obblighi di informazione 'passiva' i due precetti di derivazione comunitaria *Know your customer rule* (conosci il tuo cliente, e vale a dire conoscere l'effettiva situazione -finanziaria del cliente, gli obiettivi di investimento) e *Know your merchandise rule* (conosci il tuo prodotto). Si tratta di attività preparatoria e preliminare allo svolgimento del servizio di investimento e funzionale all'adempimento dell'obbligo di verificare: nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione dei portafogli, l'adeguatezza (artt. 39 – 40 Reg. 16190/2007), cioè la verifica che <<la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio>>; ovvero, nello svolgimento dei servizi di collocamento e negoziazione, la appropriatezza dell'operazione in derivati (artt. 41- 42 Reg. 16190/2007)³¹, cioè la verifica << che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta>>.

²⁹ R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 375 ss.

³⁰ V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati e il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. Impresa*, 2010, 506; ID., *I rapporti tra banca e clientela: asimmetria e condotte abusive*, Padova, 2008; V. SANGIOVANNI, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I contr.*, 2006, 1133 ss.

³¹ In arg. v. ex multis F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; V. SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.; F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta, ilcaso.it*, doc. 159/2009, p. 1 ss.

Il riferimento all'adeguatezza, dunque, presuppone «in sintesi che le informazioni debbano essere modellate dall'intermediario alla luce delle peculiarità del rapporto con il cliente, di guisa che, a seconda della controparte, l'operatore finanziario dovrà calibrare diversamente gli obblighi informativi soddisfacendo le specifiche esigenze informative proprie del singolo rapporto»³². L'adeguatezza esprime, dunque, una regola di solidarietà volta ad evitare il cosiddetto «suicidio economico» dell'investitore³³.

Diversamente il giudizio di 'appropriatezza' inerisce unicamente alla capacità del cliente di comprendere i rischi sottesi all'operazione, e non impedisce all'intermediario – previo avvertimento al cliente dell'inappropriatezza – di dar, comunque, corso all'operazione (art. 42 Reg. 16190/2007)³⁴. Inoltre l'intermediario può presumere che la clientela professionale «abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale» (art. 42, co. 2, Reg. 16190/2007).

L'obbligo di informazione 'attiva' o *disclosure* (art. 27 ss. Reg. 16190/2007) impone all'intermediario di fornire ai clienti – prima che questi siano vincolati contrattualmente (art. 34, Reg. 16190/2007), e tanto a quelli professionali, che al dettaglio³⁵ - informazioni corrette³⁶,

³² F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, cit., 20.

³³ F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, cit., 23.

³⁴ Inoltre la regola non trova applicazione per i cd. servizi di *execution only* quando «sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni: a) i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi; b) il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; c) il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato; d) l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti di interesse» (art. 43. Reg. 16190/2007).

³⁵ Il successivo art. 28 del Reg. intermediari che prescrive un contenuto minimo delle informazioni si applica alla sola clientela al dettaglio, così come l'art. 29

chiare (vale a dire in forma non fuorviante³⁷, comprensibile e appropriata) affinché questi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Gli intermediari devono, poi, fornire informazioni adeguate (in base alla classificazione della clientela) sulla natura e sui rischi degli strumenti finanziari, ed in particolare illustrare: a) i rischi connessi, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; b) la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; c) il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; d) eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti (art. 31 Reg. 16190/2007). Nonchè dovranno informare i clienti della sussistenza (indicandone natura e fonti) di conflitti di interesse (art. 21, co. 1-*bis*, lett. b) TUF e artt 24 Reg. congiunto Banca d'Italia - Consob³⁸ e art. 52 Reg. 16190/2007 sugli

(informazioni relative all'intermediario), art. 32 (costi ed oneri connessi alla prestazione dei servizi).

³⁶ Per informazione corretta si intende una informazione innanzitutto vera e completa v. Documento Consob, *Nuovo Regolamento Intermediari. Esito Delle Consultazioni*, 30 ottobre 2007 «si ritiene che il requisito della completezza delle informazioni risulti implicito nei requisiti di correttezza e chiarezza delle medesime e sufficientemente declinato nel comma 2 dell'articolo in commento, ove si stabilisce che l'informativa richiesta debba porre la clientela in condizione di assumere decisioni di investimento consapevoli».

³⁷ Il 47° Considerando dir. 2006/73/Ce prevede espressamente che «<ai fini della direttiva 2004/39/CE e della presente direttiva, le informazioni devono essere considerate fuorvianti se hanno la tendenza a indurre in errore la persona o le persone alle quali sono indirizzate o dalle quali verranno probabilmente ricevute, indipendentemente dal fatto che la persona che le fornisca le consideri fuorvianti o voglia che esse lo siano».

³⁸ Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012, del 25 luglio 2012 e del 19 gennaio 2015

inducements).

Quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti, l'intermediario fornisce una descrizione adeguata delle singole componenti e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi. Infine l'intermediario deve informare il cliente sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti, tra l'altro: a) il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio (comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate) o, se non può essere indicato un corrispettivo esatto, la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; b) l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso. Sulla base di tali premesse non può che condividersi l'assunto secondo cui la trasparenza serve a garantire che l'investitore «sia nella condizione di agire in modo razionale»³⁹.

La clientela può, al fine della 'graduazione delle tutele'⁴⁰, essere classificata in 'qualificata', 'professionale' e al 'dettaglio' (art. 26 Reg. 16190/2007). Sono controparti qualificate le individuate dall'art. 6, co. 2 *quater*, lett. d), TUF⁴¹. Sono clienti professionali quelli che

³⁹ D. MAFFEIS, Op. ult. cit., 1102. *Contra* F. CAPUTO NASSETTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, in www.giustiziacivile.com, 2016. Il che avrebbe implicati effetti deflattivi sul contenzioso, U. CHERUBINI, cit.

⁴⁰ Si è anticipato, infatti, che le informazioni fornite devono essere adeguate al livello di consapevolezza ed esperienza del cliente e in funzione del servizio reso. Il fondamento della cosiddetta 'graduazione' della tutela è da ricercarsi nell'efficienza dei mercati. Infatti la trasparenza può, ove sovrabbondante, pregiudicare la stessa efficienza dei mercati, imponendo alle parti oneri superflui.

⁴¹ Ai sensi di tale norma, dunque, sono controparti qualificate: «1) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106 e 113 del testo unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito

possiedono << l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume>> (all. 3 al Reg. 16190/2007)⁴². Vi appartengono di diritto gli intermediari abilitati, gli investitori istituzionali e le imprese di grandi dimensioni⁴³. I clienti professionali possono chiedere di essere considerati ai fini dei rapporti con l'intermediario *retail*. Viceversa la richiesta da parte del cliente di essere considerato cliente professionale è subordinata alla sussistenza di taluni presupposti oggettivi (che testimoniano l'esperienza del cliente in operazioni in strumenti finanziari) e all'accertamento da parte dell'intermediario che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume⁴⁴. La

pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati; 4) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione; 5) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea». Per tali imprese la disapplicazione delle regole di condotta – relativamente alla prestazione di servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto del cliente e ricezione e trasmissione di ordini - è totale.

⁴² La procedura di classificazione prevede, all'iniziale apertura del rapporto, che i clienti persone fisiche siano classificati di default come "Clienti al dettaglio", mentre per i clienti persone giuridiche sono necessarie ulteriori verifiche che si concretizzano in domande specifiche al fine di verificare l'appartenenza alla categoria dei clienti al dettaglio o a quella dei professionali.

⁴³ Lo sono le imprese che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio 20.000.000 EUR; fatturato netto 40.000.000 EUR; fondi propri 2.000.000 EUR (all. 3 al Reg. 16190/2007).

⁴⁴ La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto al 85 Regolamento intermediari - Allegati Adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare

categoria dei clienti al dettaglio (*retail*) è residuale.

Ai clienti al dettaglio si applica integralmente la normativa primaria e secondaria in materia di obblighi di trasparenza e di protezione. Mentre alla clientela professionale tale normativa trova solo parziale applicazione. In particolare non troverebbe totale applicazione la disciplina dell'adeguatezza/appropriatezza. Infatti ai sensi dell'art. 40 Reg. 16190/2007 gli intermediari possono presumere che la clientela professionale «abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze» per «comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio».

Mentre nel caso di prestazione di servizi che abbiano ad oggetto o includano strumenti finanziari, in presenza di una operazione non adeguata, sull'intermediario grava – si è detto - l'obbligo di non eseguire l'operazione (ove l'intermediario sia tenuto ad esprimere un giudizio di adeguatezza) ovvero di non eseguirla (nel caso in cui l'intermediario debba valutare la sola appropriatezza) se non dopo aver avvertito il cliente (al dettaglio) dei rischi specifici (ad esempio sussistenza di effetti di leva, conflitti di interesse) ed averne acquisito il consenso.

Secondo un recentissimo arresto della Cassazione, tuttavia, tale obbligo troverebbe applicazione con riferimento a tutti i servizi d'investimento⁴⁵ ove si verta di prodotti ad alto rischio, e ciò per

consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Il possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario può essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente. Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: — il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; — il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; — il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima (all. 3 al Reg. 16190/2007).

⁴⁵ Cass. 31 agosto 2016, n. 17440 in www.diritto.it; Conf. Cass. 13 maggio 2016, n. 9892. In dottrina si veda per conclusioni similari F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, doc. 159/2009. Questo orientamento è criticato come 'paternalistico' da R.

«porre sempre il cliente in condizione di valutare appieno la natura, i rischi e le implicazioni delle singole operazioni d'investimento». A tal fine la dichiarazione resa dal cliente su moduli predisposti dalla banca (ai fini del giudizio di 'appropriatezza') in merito alla consapevolezza del rischio non costituisce affatto «dichiarazione confessoria, in quanto è rivolta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità» e può comprovare l'assolvimento da parte dell'intermediario degli obblighi informativi solo ove «sia corredata da una, sia pure sintetica, indicazione delle caratteristiche del titolo, in relazione al profilo dell'investitore e alla sua propensione al rischio, tali da poterne sconsigliare l'acquisto»⁴⁶. Infatti, «la pluralità degli obblighi (...), facenti capo ai soggetti abilitati a compiere operazioni finanziarie (obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza, obbligo di informazione, obbligo di evidenziare l'inadeguatezza dell'operazione che si va a compiere) convergono verso un fine unitario, consistente nel segnalare all'investitore, in relazione alla sua accertata propensione al rischio, la non adeguatezza delle operazioni di investimento che si accinge a compiere (cd. suitability rule); per il perseguimento di tale finalità, la segnalazione di inadeguatezza dell'operazione, che l'intermediario deve effettuare nei confronti dell'investitore(...), deve contenere specifiche indicazioni concernenti: 1) la natura e le caratteristiche peculiari del titolo, con particolare riferimento alla rischiosità del prodotto finanziario offerto; 2) la precisa individuazione del suo emittente (...); 3) il rating nel periodo di esecuzione dell'operazione ed il connesso rapporto rendimento/rischio; 4) eventuali situazioni di grey market, ovvero sia di carenza di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo; 5) l'avvertimento circa il pericolo di un imminente default dell'emittente; è configurabile la responsabilità dell'intermediario

LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 388 i quali osservano che «l'approccio paternalistico a difesa dell'investitore trova, infatti, un limite nel dettato letterale della norma che si inserisce in un sistema di regole di condotta centrato sulla differenziazione dei sistemi di tutela, e una riduzione dei costi in capo al cliente, anche in funzione del tipo di servizio reso dall'intermediario».

⁴⁶ Cass. 13 maggio 2016, n. 9892 in dirittobancario.it con nota di F. GRAZIOTTO, *La banca deve valutare l'adeguatezza anche se il cliente insiste?*

finanziario che abbia dato corso ad un ordine, ancorché vincolante, ricevuto da un cliente non professionale, concernente un investimento particolarmente rischioso, dal momento che la professionalità del primo, su cui il secondo abbia ragionevolmente fatto affidamento in considerazione dello speciale rapporto contrattuale tra essi intercorrente, gli impone di valutare comunque l'adeguatezza di quell'operazione rispetto ai parametri di gestione concordati, con facoltà di recedere dall'incarico, per giusta causa (...) qualora non ravvisi tale adeguatezza»⁴⁷.

Tale sentenza attenua moltissimo l'effetto pratico della disciplina in materia di 'graduazione delle tutele'.

I principi di trasparenza, correttezza e diligenza enucleati nell'art. 21 TUF e disciplinati dal regolamento intermediari⁴⁸ sono, infatti, espressione dei «principi generali di protezione che trovano riconoscimento in ogni attività contrattuale. Sono oggetto di norme imperative che trovano il loro miglior presidio nella previsione proprio all'interno del contratto ancor prima della esecuzione»⁴⁹. Si è correttamente ricordato che «il diritto della finanza è diritto civile»⁵⁰. Pertanto l'obbligo di dare evidenza nel contratto «dell'alea iniziale», del costo e delle commissioni implicite – ove tali informazioni non siano facilmente acquisibili *aliunde* – prescinde dalla natura del

⁴⁷ Cass. 13 maggio 2016, n. 9892 in www.ilcaso.it; Cass. 26 giugno 2013 n. 18140, in *Dir. e giust. online*. In dottrina, anche per riferimenti a precedenti giurisprudenziali, F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, doc. 159/2009 p. 21.

⁴⁸ Art. 26 Reg. 11522/1998 e art. 27 Reg. Consob 16190/2007.

⁴⁹ Lodo arbitrale Milano 4 luglio 2013, in dirittobancario.it con nota di B. MARCHETTI, *Lodo Arbitrale Milano 4 luglio 2013: mark to market come elemento essenziale dello swap e necessaria condivisione dei modelli di pricing*. In dottrina A. A. DOLMETTA, *Di derivati impliciti e di derivati apparenti*, in dirittobancario.it, 2016 che rimarca come «la normativa di protezione del cliente di cui al TUF non può certamente essere considerata quale disciplina speciale e “costitutiva” per spazi altrimenti lasciati alla libera lotta dell'autonomia, ponendosi per contro come semplice momento specificativo – nonché concretizzato – di contenuti per l'appunto già racchiusi all'interno del detto canone fondamentale di buona fede».

⁵⁰ D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, *Riv. dir. civ.*, 2016, 1096.

cliente, e non sconta quindi la graduazione delle tutele⁵¹.

La normativa Mifid II⁵², il cui esame compiuto non è possibile in questa sede, amplifica gli obblighi di protezione e di trasparenza degli intermediari. In particolare impone agli intermediari di «agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi» dei clienti (art. 24, par. 1), fornendo ai medesimi informazioni «corrette, chiare e non fuorvianti» (art. 24, par. 3). L'adempimento di tale obbligo da un lato presuppone la garanzia (e la prova) della conoscenza e competenza da parte dei dipendenti dell'intermediario, che hanno rapporti con gli investitori, dei prodotti negoziati (art. 25) e, a valle, mira a permettere ai medesimi clienti di comprendere «ragionevolmente (...) la natura del servizio di investimento e il tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza» così da poter prendere «le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa» (art. 24, par 5).

In merito ai servizi di investimento in derivati (ed in genere di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi) la Consob con la Comunicazione n. 9019104/2009⁵³ ha ricordato agli intermediari che «l'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative. Complessità, costi dell'informazione e grado di cultura finanziaria determinano un deficit informativo in capo alla clientela degli intermediari, la cui intensità è direttamente legata alla tipologia dell'operazione ed alla natura del cliente medesimo. Le circostanze richiamate sono amplificate nel caso di operazioni di investimento aventi ad oggetto particolari prodotti finanziari per i quali non sono disponibili, anche per intrinseche connotazioni di diritto o di fatto, mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza che possano fornire pronti ed oggettivi parametri di

⁵¹ In questo senso v. anche la recentissima Trib. Milano, 13 settembre 2016, n. 10049, in www.dirittobancario.it.

⁵² Dir. 2014/65/UE. Sugli obblighi imposti dalla MIFID II v. G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, *Resp. civ. e prev.*, 2016, 991 ss; A. PERRONE *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia, Banca borsa. tit. cred.*, 2015, 31 ss.

⁵³ In arg. v. R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 23. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, Utet, 2012, 415 ss.

riferimento. La clientela c.d. “al dettaglio” (ossia quella con minore esperienza e conoscenza finanziaria) si trova così a dover riporre massimo affidamento nell’assistenza dell’intermediario, con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza della transazione ed alla definizione delle condizioni economiche da applicare alla medesima, di cui non è in grado di giudicare la congruità, spesso neppure in un momento successivo alla conclusione dell’operazione (credence goods). La situazione è sovente resa ancor più critica dalla coincidenza del ruolo di intermediario con quello di emittente>>.

Inoltre <<l’attuale situazione di tensione finanziaria è suscettibile di incentivare ulteriormente l’offerta da parte di banche di prodotti di raccolta di propria emissione a clientela al dettaglio (c.d. retail), in quanto le fonti alternative di finanziamento sono diventate alquanto vischiose. Infatti, le criticità che stanno caratterizzando il mercato dei fondi interbancari a livello internazionale possono ingenerare uno stimolo all’offerta di prodotti di raccolta diretta negli intermediari, soprattutto bancari, al fine di stabilizzare il funding e contenerne il costo. Occorre tuttavia che le esigenze di liquidità e di patrimonializzazione siano ricercate in un contesto di perdurante rispetto degli interessi dei clienti/prenditori, a salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario>>.

Tale asserzione può essere compresa solo rammentando che i vincoli di adeguatezza patrimoniale delle banche posti da Basilea II⁵⁴, che fissano il livello minimo dei fondi propri delle banche in rapporto al complesso delle attività ponderate in base al loro rischio creditizio (coefficiente di solvibilità) all’8%, possono essere attenuati acquistando CDS emessi da intermediari che godono di *rating* favorevole, consentendo così alla banca <<di sostituire il rischio di credito (...) con il rischio della controparte che emette il derivato>>⁵⁵. L’acquisto <<della *protection* consente alla banca – per dirla in termini tecnici – di “liberare” capitale regolamentare>>⁵⁶. Tale

⁵⁴ Il Comitato di Basilea ha rilasciato il documento definitivo, cd. Basilea II, nel giugno 2004. L’accordo è stato recepito con le direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE a loro volta recepite nell’ordinamento italiano dal DL 267 del 27 dicembre 2006.

⁵⁵ E. BARCELLONA, cit., 685.

⁵⁶ E. BARCELLONA, cit., 677.

disciplina costituisce un forte incentivo per gli intermediari che vendono protezione (*protection seller*) ad acquistare (a basso costo, o del tutto gratuitamente, e comunque sovente nemmeno espressamente) protezione (ri)collocando il rischio assunto presso imprese e enti locali.

Ciò premesso la Consob invitava gli intermediari in sede di distribuzione di titoli illiquidi ad adottare opportune misure di trasparenza, *pricing*, e verifica dell'adeguatezza/appropriatezza⁵⁷.

Tra le misure raccomandate di trasparenza rientrano la piena disclosure al cliente dei costi (espliciti e impliciti) e del *fair value* del derivato⁵⁸, delle possibilità e dei costi di smobilizzo, delle alternative (sotto il profilo rischio-rendimento) rappresentate da prodotti 'semplici, noti, liquidi ed a basso rischio' di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata pubblicità. Di particolare interesse è la raccomandazione all'intermediario di fornire, sempre ai fini della trasparenza, «le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)».

Successivamente con la Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi, e che quindi incorporano potenziali alti rischi occulti, ai clienti *retail* la Consob ha ribadito che «l'intermediario è sempre tenuto ad effettuare una adeguata due diligence su tutti i prodotti complessi che intende inserire nella gamma d'offerta. Quando a seguito di tale verifica l'intermediario accerti che in concreto il prodotto - sia esso incluso o meno nell'elenco allegato alla presente Comunicazione – non possa mai soddisfare al meglio gli interessi dei propri clienti o che, rispetto ad esso, manchino le informazioni sufficienti a valutarne le principali caratteristiche ed i rischi, eviterà di prestare consigli su quel prodotto o di venderlo, in conformità a quanto previsto dal citato paragrafo n. 14 dell'Opinion dell'ESMA "MiFID practices for firms selling complex product"».

⁵⁷ Insomma per questo tipo di prodotti il giudizio di adeguatezza è presupposto 'intrinseco' ed 'imprescindibile', v. Comunicazione Consob n. 9019104/2009.

⁵⁸ Previa scomposizione (unbundling) dello strumento finanziario.

5. *Obblighi di trasparenza, causa ed oggetto*

La posizione della giurisprudenza. Il dato empirico dimostra che – non sorprendentemente – il contenzioso in materia di derivati nel nostro Paese riguarda, principalmente, il collocamento da parte degli intermediari finanziari (residuale è infatti l'ipotesi di contratti conclusi senza l'intervento di un intermediario⁵⁹) di derivati, *plain vanilla* o *esotici*, Over The Counter e presso risparmiatori⁶⁰, imprese e enti pubblici. La causa ultima di tale contenzioso risiede nella genetica 'asimmetria informativa e cognitiva' tra gli intermediari e le loro controparti e lo sfruttamento doloso della stessa da parte di 'chi sa', gli intermediari, a danno di chi 'non sa', i risparmiatori, le imprese (non finanziarie), gli enti pubblici⁶¹. Mai come nel caso dei derivati

⁵⁹ D. MAFFEIS, cit., 607 e sub. nt. 20 G. GABRIELI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse*, in *Contr. e impr.*, 2009, 1133 ss., a p. 1135 secondo cui l'ipotesi pone il problema della riserva di attività in favore dell'intermediario (sussistente solo per le offerte rivolte al pubblico) e dell'operatività della esenzione dall'eccezione di gioco (prevista solo quando la controparte sia un investitore).

⁶⁰ Anche se per i risparmiatori l'esposizione al mercato dei derivati è principalmente 'indiretta' e conseguente all'acquisto di prodotti strutturati, emessi da intermediari, che incorporano strumenti derivati cfr. Audizione del DG della Consob, cit., 1

⁶¹ Si è già anticipato che il legislatore italiano ha da tempo limitato l'operatività degli enti locali in contratti (su) derivati al perseguimento di mere finalità di copertura dai rischi di sottostanti operazioni di finanziamento.

Tale limitazione non ha però impedito il perpetrarsi di veri e propri abusi ai danni degli enti da parte degli intermediari, spesse volte stranieri.

I contratti stipulati dagli enti locali presentano, in linea di principio, le medesime criticità dei contratti stipulati con i privati. Con l'aggiunta di alcune peculiarità.

La prima è data dal rispetto da parte dell'ente delle norme imperative che impongono lo svolgimento di procedure concorrenziali e trasparenti per la selezione dei contraenti, la cui violazione può legittimare l'esperimento di rimedi tipici del diritto amministrativo quali la revoca ovvero l'annullamento in autotutela della procedura; con conseguenze dirette – secondo un recente orientamento giurisprudenziale – sulla validità del contratto *inter partes* (Tar Toscana, 11 novembre 2010, in *ilcaso.it*).

La seconda è data dal contrasto tra il draconiano contenimento – nella norma generale - dell'operatività nei limiti dell'*hedging* e la normativa speciale e la prassi che legittimavano operazioni di assunzione di rischi ulteriori.

Mi riferisco il contratto di *Amortising Interest Rate Swap* con *Sinking Fund* contratto su derivati assai complesso in cui l'Ente:

OTC si rivela vero il teorema di Stiglitz secondo cui la conoscenza è potere⁶². Avverte la stessa autorità di vigilanza che «una

a.- accantona quote capitali per coprire il rischio di rimborso a scadenza per i propri obbligazionisti (c.d. “swap per l’ammortamento del debito”); tali quote confluiscono in un fondo (il “sinking fund”) che investe in un paniere di titoli eleggibili;

b.- si copre dal rischio di variazione dei flussi derivanti dalla variazione dei tassi di interesse con un “interest rate swap” (più o meno complesso in funzione della presenza di componenti opzionali).

Con questo contratto l’Ente si assume il rischio dell’insolvenza tanto dell’intermediario – che si obbliga a pagare a scadenza (bullet) gli obbligazionisti – quanto dei soggetti che hanno emesso i titoli eleggibili, ossia gli strumenti finanziari in cui lo stesso intermediario, incorrendo in un conflitto di interessi genetico e cronico, investe le somme accumulate nel *sinking fund* in vigenza del contratto e destinate al rimborso degli obbligazionisti.

Il *pricing* di questo contratto – come sembra stia emergendo in giudizi pendenti – non tiene affatto conto (o tiene poco conto) dell’(indebito) arricchimento dell’intermediario: sia per quanto riguarda l’utilizzo dei mezzi finanziari accumulati; sia per quanto riguarda la protezione occultamente acquisita dall’ente locale.

Il contratto infatti stipulato con l’Ente locale italiano si inserisce in una ragnatela contrattuale, sottaciuta a quest’ultimo, che vede l’intermediario esposto al rischio di insolvenza degli enti emittenti gli strumenti finanziari immessi nel *sinking fund*.

Gli intermediari che hanno collocato questi contratti sul mercato italiano, infatti, annoverano alcune tra le maggiori banche ed imprese finanziarie mondiali. Insomma quegli stessi intermediari che a livello globale hanno venduto ad altri intermediari *Credit Default Swaps* al fine di consentire a questi di rispettare, a basso costo e attraverso un artificio consentito dalla normativa, i parametri di patrimonializzazione posti da Basilea II. Vendendo protezione, per poi riproteggersi a propria volta - a bassissimo costo, e occultamente – presso la propria clientela.

Non a caso l’autorità di vigilanza ha via via limitato le condizioni di legittimità del contratto (ponendo limiti qualitativi sia per l’intermediario, sia per gli emittenti eleggibili ai fini del *sinking fund*), ed infine questo tipo di contratto è stato vietato del tutto. Ancora prima che il legislatore imponesse – in attesa di un regolamento di cui ancor oggi non si vede traccia nonostante quattro anni di attesa – uno specifico divieto agli enti locali di stipulare contratti su derivati (art. 62 d.l. 25 giugno 2008, n. 112 e poi art. 1, co. 572, l. 24 dicembre 2013, n. 147).

Normalmente in questi contratti la banca agisce anche come *advisor* dell’Ente pubblico. Da ciò una recentissima giurisprudenza della Corte dei Conti ha rinvenuto gli estremi di un contratto di servizio, eppertanto la sussistenza della giurisdizione erariale nei confronti della banca per il risarcimento del danno subito dall’Ente locale a ragione della sottoscrizione dei contratti su strumenti derivati (Corte dei Conti, prima sez. centr., 609/2015/A).

⁶² B. GREENWALD B. e J. E. STIGLITZ (1990), *Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behaviour*, in *American*

partecipazione ‘consapevole’ al mercato dei derivati OTC richiede dunque elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi>>⁶³, infatti <<i>prodotti derivati sono strumenti complessi destinati ad investitori professionali, o quantomeno evoluti, che sappiano sfruttare le numerose opportunità che offrono e, nel contempo, siano in grado di valutare e gestire i relativi rischi, che sono notevoli>>⁶⁴. Date queste premesse, dello stesso regolatore, non appare eccentrica la posizione di chi ritiene che il collocamento di derivati costituisca una ‘attività pericolosa’, con la conseguente inversione dell’*onus probandi* ai fini dell’accertamento della responsabilità dell’intermediario⁶⁵. O di chi, autorevolmente, de *jure condendo* propone di vietare il collocamento di tali strumenti presso la massa dei risparmiatori⁶⁶ o, quanto meno, di assicurare che tale collocamento avvenga in cui contesto in cui l’asimmetria informativa tra intermediario e cliente è stata rimossa (o almeno minimizzata) grazie ad opportuni presidi informativi anche basati sui metodi probabilistici⁶⁷.

5.1. Segue. *La causa concreta*

Ampia parte della giurisprudenza – tramontato il filone

Economic Review, 80, maggio, pp. 160-165; ID. (2000), *The contribution of the economics of information to twentieth century economics*, in *Quarterly Journal of Economics*, novembre, pp. 1441-1478; J. E. STIGLITZ, *Mercato informazione regolamentazione*, Bologna, 1994. Notano correttamente R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 23. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, Utet, 2012, p. 415 che <<il problema dell’asimmetria informative (...) si accentua in relazione soprattutto al mercato c.d. OTC (*over the counter*) in cui i conflitti di interesse tra intermediario e cliente sono enfatizzati dall’assenza di standardizzazione dei prodotti negoziati e dalla complessità del sistema di calcolo dei diritti incorporati negli strumenti unitamente alla circostanza che, di sovente, l’intermediario assume anche il ruolo di emittente dello strumento derivato>>.

⁶³ Audizione del DG della Consob, cit., 4.

⁶⁴ CONSOB, *I principali prodotti derivati. Elementi informativi di base*, 2008, in Consob.it.

⁶⁵ D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 647; ID. *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 779 ss. a p. 796.

⁶⁶ G. ROSSI, *Il mercato d’azzardo*, Milano, 2008.

⁶⁷ E. GIRINO, cit., 418 e seguenti.

giurisprudenziale che ancorava la nullità del contratto alla violazione da parte dell'intermediario delle norme, imperative, che ne disciplinano gli obblighi di comportamento (nullità virtuale)⁶⁸ - giunge tutt'oggi a dichiarare la nullità del contratto sulla base della mancanza di 'causa concreta', <<che risponde al modo in cui oramai la giurisprudenza di legittimità concepisce il requisito causale>> e che costituisce <<lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare, quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto ipotizzato>>⁶⁹.

La tesi è accattivante⁷⁰. Tuttavia presuppone la previa individuazione della funzione economico-sociale, vale a dire della 'causa in astratto', dello schema negoziale. Infatti, come si è anticipato, i contratti su derivati possono svolgere numerose funzioni, che non si esauriscono – nemmeno per il contratto di *swap* – in quella di copertura⁷¹. Se non per quanto riguarda i contratti di *swap* stipulati

⁶⁸ v. *ex multis* Trib. Brindisi 22 luglio 2005, in *ilcaso.it*. Tale filone giurisprudenziale si è arrestato a seguito delle due note sentenze delle Sezioni Unite della Cassazione 29 settembre 2005, n. 19024 19 dicembre 2007, n. 26724 che hanno precisato che dalla violazione di obblighi comportamentali da parte dell'intermediario non consegue la nullità del contratto dacché ai sensi dell'art. 1418, comma 1°, c.c., la nullità può derivare soltanto dalla violazione di regole che attengano al contenuto del contratto

⁶⁹ Trib. Bari, 5 gennaio 2012, con nota di M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 27, 2013; Trib. Bari (ord.), 15 luglio 2010 in *derivati.info*; Trib. Monza, 17 luglio 2012, con nota di D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 3, 2013; App. Trento 3 maggio 2013, in *dirittobancario.it*; App. Torino 22 aprile 2016, in *derivati.info* con nota di G. ANGIULI, *La Corte d'Appello di Torino conferma la centralità della nozione di "causa concreta" nel contratto swap*. Sulla 'causa in concreto' v. *ex multis* Cass. 8 maggio 2006, n. 10490, in *I contratti*, 2007, 621 ss; Cass. 24 luglio 2007 n. 16315, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2008, 542 ss. con nota di Nardi, *Contratto di viaggio 'tutto compreso' e irrealizzabilità della sua funzione concreta*, Galgano, *Il contratto*, Padova, 2007, 143 ss.

⁷⁰ Sul punto in dottrina si vedano F. SARTORI, *Divagazioni in tema di causa del contratto municipale (alieno) derivato*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, 501 ss; A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 68.

⁷¹ Presumibilmente a determinare il giudicante nel senso innanzi riportato – vale a dire che la causa dello swap sia necessariamente di copertura – ha concorso anche

dalle pubbliche amministrazioni, ove per espressa previsione legislativa la sola funzione lecitamente assolvibile è quella di *hedging*. Circostanza peraltro riconosciuta da parte della giurisprudenza che non ha ravvisato nell'asimmetria dell'alea una causa di invalidità del contratto di *swap*⁷²⁷³. A parte ciò non appare condivisibile far

il Regolamento Consob n. 11522/1998, il cui allegato 3, par. 4, parte B, intitolato "Operazioni su strumenti derivati eseguite fuori dai mercati organizzati Gli swaps" dichiara che «alla stipula del contratto, il valore di uno swap è sempre nullo». Vale a dire 'par'. Inoltre come si è correttamente osservato «superate, anche in giurisprudenza, le teorie che valorizzavano la distinzione tra operazioni di "copertura" e operazioni "speculative" al fine di individuare la causa meritevole di tutela soltanto nell'esigenza di copertura dalla variazione del sottostante, la causa e la sua meritevolezza risultano svincolate dal richiamo alle finalità soggettive», R. LENER – PAOLA LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico o normativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 397. In argomento v. R. TAROLLI, *I derivati O.T.C. tra funzione di copertura e problemi di asimmetria*, in F. CORTESE – F. SARTORI, *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 111, R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, F. CORTESE – F. SARTORI, *CIT.*, 44 SS; D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interes rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 3, 2013.

⁷² Alle stesse conclusioni del resto si giungerebbe aderendo alla tesi secondo cui il contratto di *swap* sarebbe un contratto commutativo e non aleatorio che «esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere e ha una positiva funzione sociale», così F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 80.

⁷³ Sono allora solo parzialmente condivisibili le osservazioni di un recente arresto secondo cui, sviluppando le intuizioni espresse dalla sentenza poc'anzi richiamata, la rinegoziazione degli *swap* «costituisce di per sé una deviazione dalla normale operatività in derivati che un ente pubblico può compiere in ossequio alle esigenze di copertura del debito, poiché ciò che spinge detto ente a rinegoziare il derivato è la necessità di porre un freno alle perdite eccessive e non più controllabili determinate dall'accumulo di differenziali negativi, di tal che il contratto derivato rinegoziato appare sempre più debolmente legato alla sua causa originaria (copertura di un rischio di natura sostanziale) e pericolosamente vicino a finalità più strettamente speculative, tali da privare il contratto di *swap* della sua causa concreta ed incompatibili con la natura e gli obiettivi dell'ente pubblico siccome riconducibili alla normativa che autorizza gli enti locali a sottoscrivere investimenti in derivati solo a fini conservativi (art. 3 D.M. 389/2003 e art. 41 l. 448/2001)» (Trib. Orvieto (ord.), 12 aprile 2012, ma già in questo senso sostanzialmente Trib. Milano, 14 aprile 2011 sulla però non condivisibile opinione che un Mark to Market negativo

coincidere la causa del contratto su derivati con una delle possibili funzioni cui lo stesso può assolvere. Infatti la causa del contratto è la creazione (e, pertanto, l'assunzione) di un rischio (alea)⁷⁴.

Autorevole dottrina contesta, dunque e con convincenti motivazioni, la stessa figura della causa in concreto ritenendola «nozione si spuria e tutt'altro che sofisticata ma più acconcia a valutare (...) «il merito dell'accordo»: non la funzione economico-sociale di bettiana memoria e neanche la causa come sintesi oggettiva degli effetti giuridici essenziali, piuttosto un *quid* subiettivo e strettamente relativo perché causa di *quel* determinato patto nel quale, a mo' di un'entità contingente e non personale, «si esaurisce e [si] consuma»⁷⁵, insomma un inutile «artificio giurisprudenziale»⁷⁶.

A ciò si aggiunga che – come accertato anche dalla Corte dei Conti⁷⁷ – i contratti su derivati di maggior valore sono stati stipulati

alla data della stipulazione del contratto conferirebbe al medesimo una funzione speculativa. In dottrina G. Astegiano, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in *aziendaitalia.it*, 2008, 5). In realtà nel caso riportato il contratto è nullo perché la causa, intesa come funzione economico-sociale, del contratto sottoscritto è illecita. Non essendo consentito dall'ordimento agli Enti locali sottoscrivere contratti su derivati aventi finalità speculative (in questo senso v. anche V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 983).

⁷⁴ In questo senso sostanzialmente D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *dirittobancario.it*.

⁷⁵ S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?* in *Eur. e dir. priv.*, 2015, p. 3834.

⁷⁶ S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, cit., p. 408 Critico anche V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 957 ss.

⁷⁷ Corte dei Conti, Sezioni riunite in sede di controllo, *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, 18 febbraio 2009 la quale accertava l'ampio utilizzo degli schemi negoziali <<ISDA Master Agreement, elaborato da una delle maggiori associazioni di operatori finanziari a livello mondiale, e cioè l'ISDA-International Swaps and Derivatives Association, Inc., costituita nel 1985 e che, ad oggi, rappresenta più di 800 membri, che operano in più di 50 Paesi del mondo (tra quali vi sono la maggior parte delle principali istituzioni finanziarie private operanti in derivati)>> e l'<<European Master Agreement-EMA, predisposto dalla Federazione Bancaria Europea – FBE nel gennaio 2001>>. Sul

dagli Enti Pubblici e dalle imprese italiane con intermediari stranieri e contrattualmente assoggettati al diritto straniero (generalmente inglese) e alla giurisdizione straniera (generalmente inglese o statunitense⁷⁸). Ordinamenti che non contemplan la ‘causa’ quale requisito del contratto⁷⁹, e anzi ne prescindono del tutto; più in generale, il rispetto delle manifestazioni di autonomia privata - in applicazione dei brocardi *caveat emptor* e *pacta sunt servanda*⁸⁰ - preclude ai giudici un sindacato sui contenuti del contratto paragonabile a quello usualmente praticato nell’ambito degli ordinamenti di *civil law*. Inoltre l’intermediario non ha – in assenza di un formale e retribuito (consideration) contratto di consulenza - alcun obbligo di protezione (duty of care) verso il cliente (con il solo limite del *dolus malus*).

Non a caso le azioni avviate da alcuni enti locali italiani nel Regno Unito (o viceversa avviate da banche internazionali contro enti italiani), non risulta abbiano prodotto fin qui risultati utili, esponendo d’altra

contratto ISDA v. P. DE BIASI, *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, 644 ss.

⁷⁸ Cass. (ord.) 27 febbraio 2012, n. 2926 in www.diritto24.ilsole24ore.com la quale ha affermato la giurisdizione italiana in relazione però all’azione aquiliana promossa dall’Ente Pubblico. Sul punto anche Trib. Milano 13 settembre 2016, n. 10049, cit., che ha affermato la giurisdizione italiana «con riguardo alle domande sia contrattuali, sia extracontrattuali (...) in quanto la controversia oggetto di causa è priva di qualsiasi elemento di internazionalità». Infatti nel caso deciso dal tribunale amvrosiano «le parti convenute sono di nazionalità italiana e domiciliate in Italia, in Italia si sono svolte le trattative negoziali e si è concluso il contratto, in Italia dev’essere adempiuto il rapporto contrattuale dedotto in giudizio e si sono verificate le conseguenze dannose lamentate dall’attrice».

⁷⁹ Non a caso, nel *leading case* in materia (sentenza Hammersmith) il limite all’operatività degli enti locali inglesi in strumenti finanziari derivati è stato ravvisato sul piano della capacità dell’amministrazione pubblica (c.d. *ultra vires doctrine*) e non sul piano dell’atto in sé (*Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, (1991) [1992] 2 AC 1, House of Lords). In una controversia decisa dal Tribunale di Milano, in cui le parti avevano assoggettato il contratto alla legge inglese, il giudicante ha respinto la domanda volta ad accertare la nullità del contratto per difetto della causa concreta trattandosi di istituto previsto da norme codicistiche di diritto interno (Trib. Milano 13 settembre 2016, n. 10049, cit.).

⁸⁰ Per una analisi della giurisprudenza inglese in materia si rinvia a D. MAFFEIS, *Le stagioni dell’orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 280 ss.

parte a costi proibitivi⁸¹. Tuttavia ove si ritenesse che la disciplina italiana in materia ponga un limite alla stessa capacità degli Enti locali di stipulare contratti su derivati, tale limitazione potrebbe, in base alla normativa interna e convenzionale di diritto internazionale privato, essere legittimamente opposta all'intermediario straniero.

5.2. *Il Mark to Market*

Non è facile definire cosa sia il valore di 'mark to market' di un derivato. Sul piano tecnico si può affermare che il mark-to-market (MtM) è il valore del contratto ad una certa data, ed è pari al valore attuale del differenziale che le parti si scambieranno fino alla scadenza della struttura.

I modelli contrattuali generalmente prevedono l'obbligo per l'intermediario di comunicare, con periodicità, il predetto valore al cliente. Il valore viene unilateralmente determinato dall'intermediario, applicando sofisticati modelli statistico-matematici utilizzati tra operatori il cui contenuto non è mai inserito in contratto. Nei contratti più complessi tecniche alternative possono talora condurre a risultati piuttosto distanti tra loro e, quindi, potrebbe essere opportuno che negli accordi quadro le parti stabilissero "ex ante" quale modello condividere. Ciò è tanto più vero nel caso in cui per il nozionale non sussista un mercato di riferimento ovvero nel caso in cui il prodotto sia illiquido. E' appunto il caso della gran parte dei derivati OTC in cui il *fair value* è determinato in base a modelli di calcolo (pricing) elaborati sulla base di scenari di probabilità (su cui *infra*).

La conoscenza del MtM è utile al cliente per tarare la propria politica d'investimento⁸².

La giurisprudenza, si è anticipato, ha avuto più volte modo di

⁸¹ Cfr. High Court of Justice, Queen's Bench Division, Commercial Court, 9 marzo 2011, *Cassa di Risparmio della Repubblica di San Marino S.p.A. v.s. Barclays Bank Ltd.*

⁸² Sebbene il contratto non preveda lo scioglimento per volontà unilaterale del cliente la prassi generalmente lo consente dietro pagamento del valore di MtM del contratto alla data di scioglimento, ovvero a fronte della stipulazione di un nuovo contratto su derivati nel cui ambito l'intermediario eroga una somma a titolo di upfront al cliente che viene compensata con il debito del cliente stesso verso l'intermediario dipendente dal contratto risolto.

occuparsi del *mark to market*. Ravvisando talvolta nel valore negativo dal medesimo espresso, specie se in fase genetica del contratto o come si dice al *tempo zero*, la prova dell'asimmetria dell'alea e quindi dell'invalidità del contratto per illiceità della causa o difetto della stessa.

Tuttavia, secondo opinabile giurisprudenza, l'MtM non esprimerebbe un valore attuale, bensì un valore meramente previsionale. In questo senso si è recentemente pronunciato il Supremo Collegio secondo cui il dato di MtM «non esprime affatto un valore concreto e attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del *mark to market*, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari, dovendosi poi attrarre nell'ambito dei relativi parametri di determinazione anche l'*up front* erogato e l'utile per la banca. Dunque, per poter stabilire se quel dato rappresenti o meno un vantaggio o un danno per l'Ente contraente, occorre procedere ad una disamina *a posteriori*, allorché, cioè, il contratto abbia raggiunto la sua normale scadenza»⁸³. Di qui la conseguenza, rimarcata anche da parte della giurisprudenza di merito, secondo cui il valore di mark-to-market sarebbe improduttivo di conseguenze giuridiche sulle posizioni delle parti trattandosi «di una sorta di rating evoluto» e tale valore «altrimenti detto *fair value* (...) non può essere considerato l'oggetto del contratto»⁸⁴.

La dottrina ha subito criticato tale impostazione in quanto equivoca il concetto di modello ed è slegata dalla realtà dei mercati e del loro funzionamento. Il “mark to market” – e a maggior ragione il “mark to model”⁸⁵ - non è affatto una proiezione intesa come “previsione”, ma

⁸³ Cass. Pen., 21 dicembre 2011, n. 47421 in www.derivati.info con nota di L. Zamagni – M. Acciari.

⁸⁴ Trib. Milano, 19 aprile 2001, n. 5443 in dirittobancario.it

⁸⁵ Questa differenza è avvertita dalla recente Cass. 11 maggio 2016 n. 1376, in altalex.com, ove la Corte ha precisato che «Mark to market è un'espressione che designa - in larga approssimazione - un metodo di valutazione delle attività finanziarie, che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzare mediante il ricorso a indici d'aggiornamento monetario. Esso consiste nell'attribuire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della sua scadenza naturale. Il mark to market è detto anche costo di sostituzione, perché corrisponde al prezzo, dettato dal mercato

il valore del contratto derivato determinato come attualizzazione – in base ad un modello matematico - dei flussi attesi in base alle informazioni disponibili nel momento esatto in cui viene calcolato. Se così non fosse non sarebbe nemmeno possibile scambiare alcun contratto derivato perché non sarebbe possibile attribuirne un valore condiviso quindi, non esisterebbero mercati di scambio. Non vanno infatti confusi i c.d. modelli previsivi (che sono generalmente modelli macro economici a supporto delle strategie di investimento degli

in un dato momento storico, che i terzi sarebbero disposti a sostenere per subentrare nel contratto stesso. Si legge in Cass. penale n. 47421/11 che il mark to market “non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del mark to market, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell’andamento dei mercati finanziari, dovendosi poi attrarre nell’ambito dei relativi parametri di determinazione anche l’up front erogato e l’utile per la banca”. (...) La nozione di mark to market trova eco in due norme: l’art. 203 TUF, che ai fini dell’applicazione dell’art. 76 legge fall. lo descrive come costo di sostituzione degli strumenti finanziari derivati e di quelli analoghi individuati ai sensi dell’art. 18, comma 5, lettera a) stesso TUF e delle operazioni a termine su valute nonché delle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto; e l’art. 2427-bis, comma 1, n. 1 c.c., in base al quale nella nota integrativa del bilancio deve essere indicato per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati il fair value, ossia il relativo prezzo di scambio in una transazione tra terzi indipendenti.

Dunque, il costo di sostituzione degli strumenti finanziari (derivati ed equiparati) non è un vero e proprio prezzo di mercato concreto ed attuale, ma una grandezza monetaria teorica che è calcolata per l’ipotesi in cui il contratto cessa prima della sua scadenza naturale. Essa tiene conto anche di fattori ulteriori, quali, ad esempio, i costi da sostenere, la maggiore o minore volatilità del prodotto e l’”up-front”, vale a dire “l’eventuale flusso di cassa dal foglio finanziario strutturato che viene regolato al momento della conclusione dell’operazione in derivati” [così lo definisce l’art. 1, comma 3, lett. i”) del Regolamento concernente i contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti da Regioni ed enti locali, ai sensi dell’articolo 62, comma 3, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convenire con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, così come modificato e integrato dall’articolo 3, comma 1, della legge 22 dicembre 2008: n. 203].

Calcolare il mark to market (non di un singolo contratto, ma) di un intero portafoglio di derivati richiede l’impiego di modelli matematico-finanziari di attualizzazione, in una con l’adozione di scelte metodologiche che scontano un inevitabile tasso di opinabilità tecnica. Non pare seriamente dubitabile, dunque, che un giudizio al riguardo non possa essere assoggettato all’alternativa secca tra vero e falso, ma sia l’espressione di un apprezzamento personale di tipo valutativo derivante dal metodo di calcolo utilizzato».

operatori) con i modelli probabilistici di valutazione (i c.d. modelli di “pricing”) che servono per stimare i valori degli strumenti, per costruirli, per collocarli ed usano dati di mercato. Equivocare sarebbe grave.

Essendo, dunque, il mark to market il valore del contratto su derivati, vale a dire il *fair value*, <<ad una certa data, indicando col suo segno (positivo, negativo o nullo) se la scommessa è o meno equa e, ove non lo sia, fornisce una misura della sua ‘iniquità’>>⁸⁶, difficilmente è possibile negare al medesimo conseguenze sul piano giuridico. Sia perché tale valore è rilevante tanto ai fini della formazione dei conti annuali (IAS 39 e ora la disciplina contabile prevista anche per le imprese che non applicano gli IAS dal decreto bilanci⁸⁷⁸⁸) quanto degli effetti dello scioglimento del contratto in caso

⁸⁶ R. CESARI, *Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza*, in *dirittobancario.it*, 2012

⁸⁷ In arg. L. ZAMAGNI – M. ACCIARI, *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in *dirittobancario.it*, 2012, 8; A. CARLEO – C.D. MOTTURA – L. MOTTURA, *I derivati nel bilancio degli enti locali: alcuni elementi per una corretta lettura delle risultanze contabili*, in *Foro amm., Tar*, 2011, 1085 ss.

⁸⁸ Il D.Lgs n° 139 del 18 agosto 2015 (c.d. “decreto bilanci”) pubblicato in G.U. lo scorso 4 settembre, e che si applica ai bilanci redatti dopo il 1° gennaio 2016, ha attuato nel nostro Paese la direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d’esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese⁸⁸. Per quanto concerne lo stato patrimoniale l’art 2424 cc, prevede l’obbligo di indicare nelle immobilizzazioni finanziarie e/o nelle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni dell’attivo (rispettivamente voce “B” – immobilizzazioni - III n°4; voce C - attivo circolante - III n° 5) gli strumenti finanziari derivati attivi. Nel passivo, nelle voci sub “A” di patrimonio netto è ora prevista una specifica “riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi” (la nuova voce A.VII). Nella voce B del passivo relativa ai “Fondi per rischi ed oneri” viene aggiunta una specifica sottovoce, la n° 3, denominata “fondo per strumenti finanziari derivati passivi”.

I derivati non saranno più iscritti nei conti d’ordine dove normalmente veniva iscritto il solo valore nozionale dei contratti. Importanti novità anche nel conto economico. All’art. 2425 c.c. nella nuova sezione “D” (“Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie”)⁸⁸ la voce n. 18 (“rivalutazioni) comprende ora la specifica sottovoce ‘d’ denominata “rettifiche di valore di strumenti finanziari derivati” sia al n° 18 (in ipotesi di rivalutazione): “rivalutazione di strumenti derivati”) e la voce 19 (“svalutazioni”) la corrispondente sottovoce ‘d’ “svalutazione di strumenti finanziari derivati”).

Dopo l'articolo 2425-*bis* c.c. è stato introdotto l' art. 2425-*ter* c.c. che obbliga alla predisposizione del rendiconto finanziario. Dallo stesso devono risultare per l'esercizio di bilancio e per quello precedente, l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio, ed i flussi finanziari dell'esercizio derivanti dall' attività operativa, da quella di investimento, da quella di finanziamento.

La novella interviene, all'art 2426, co. 1°, c.c. anche sui criteri valutazione dei titoli immobilizzati. Le imprese (salvo quelle che devono redigere il bilancio in forma abbreviata ex art 2435 bis o le micro imprese ex art 2435-*ter*) potranno adottare, laddove applicabile, il già citato principio indicato dalla Direttiva del "costo ammortizzato" in luogo del tradizionale "costo storico" (eventualmente deprezzato solo per perdite dimostrabili come durevoli). L'adozione di tale criterio permette una rappresentazione maggiormente veritiera e corretta, oltre che prudente soprattutto, specie nell'attuale situazione storica dei tassi di mercato, rispetto al criterio del costo storico.

Ai sensi dell'art. 2426, co. 1°, n. 11-bis) «gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari, sono iscritti al fair value⁸⁸. Le variazioni del fair value sono imputate al conto economico oppure, se lo strumento copre il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata, direttamente ad una riserva positiva o negativa di patrimonio netto; tale riserva è imputata al conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura. Gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura; si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura. Non sono distribuibili gli utili che derivano dalla valutazione al fair value degli strumenti finanziari derivati non utilizzati o non necessari per la copertura. Le riserve di patrimonio che derivano dalla valutazione al fair value di derivati utilizzati a copertura dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata non sono considerate nel computo del patrimonio netto per le finalità di cui agli articoli 2412, 2433, 2442, 2446 e 2447 e, se positive, non sono disponibili e non sono utilizzabili a copertura delle perdite»;

Una ultima precisazione. I contratti che prevedono la consegna effettiva della merce (vendita a termine) non sono considerati "strumenti finanziari derivati" ai fini della redazione del bilancio (art. 2426, co. 3, c.c.).

L'art 2426, co. 4, c.c. precisa che il "fair value" «è determinato con riferimento: a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo; b) al valore che risulta da modelli e tecniche

di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato». Il successivo comma prevede che «il fair value non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati al quarto comma non dà un risultato attendibile».

La norma ribadisce quanto già in precedenza previsto dai principi IAS e dall'art 2427 *bis*, co. 3, n. 3, c.c. (comma abrogato insieme ai commi 2 e 4 dall'art. 6, co. 10, lett. b) del d.lgs 18 agosto 2015, n. 139).

All'articolo 2427 *bis* c.c. ("*informazioni relative al valore equo*" *fair value*" degli strumenti finanziari") il dlgs 139/2015 ha apportato le seguenti modifiche:

a) Nella rubrica, le parole: «*valore equo, fair value*» sono sostituite da «*fair value*»;

b) al primo comma, numero 1), dopo le parole: «*b) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura*» sono aggiunte le seguenti: «*compresi i termini e le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri; b-bis) gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato; b-ter) le variazioni di valore iscritte direttamente nel conto economico, nonché quelle imputate alle riserve di patrimonio netto; b-quater) una tabella che indichi i movimenti delle riserve di fair value avvenuti nell'esercizio.*»;

Le modifiche sono rilevanti e colmano importanti deficit informativi della disciplina previgente (introdotta dal d.lgs 394/2003) che richiedeva per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati informazioni su "entità" e "natura". Letteralmente da intendersi come "valori nozionali" (o facciali) dei contratti e "finalità" (di copertura, di gestione, ibrido etc. etc.) da contabilizzarsi e qualificarsi sulla base della documentazione fornita dalla controparte del contratto.

La novella richiede di indicare in nota integrativa «i termini e le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri». Sebbene la disposizione non appaia del tutto chiara, ad avviso di chi scrive essa impone la piena "*disclosure*" dei c.d. "derivati incorporati", vale a dire – come anticipato – quelli "nascosti" in clausole contrattuali il cui effetto sia di mitigare o trasferire rischi al variare di determinati parametri di mercato.

I derivati incorporati sono sovente nascosti in contratti di finanziamento o anche di acquisto, vendita o locazione, somministrazione (si pensi alle forniture di luce acqua e gas con contratti che vincolano il prezzo), ma proprio l'applicazione del principio generale di prevalenza della sostanza sulla forma impone di, indipendentemente dalla forma giuridica utilizzata, rilevarne in bilancio gli effetti economici sostanziali compresi quelli futuri/potenziati. Le clausole attraverso cui vengono incorporate componenti derivative trasformano il contratto incorporante in un contratto di opzione, e incidono sui flussi di cassa attesi sulla base del contratto incorporante, sino a finanche ad azzerarli. Ovviamente queste opzioni hanno un valore economico che può incidere anche in maniera sostanziale sul valore dello strumento finanziario 'ospitante'.

di fallimento o di liquidazione coatta amministrativa (comb. disp. artt. 203 TUF e 76 l.f.)⁸⁹, sia perché comunque tale valore può assumere rilievo ai fini probatori della violazione da parte della banca degli obblighi di protezione e/o del vizio del consenso del cliente. Se infatti nella prospettiva della banca stessa sin dalla sua origine il contratto è sicuramente destinato a generare solo differenziali positivi per essa stessa e negativi di conseguenza per il cliente, mi sembra palese il conflitto di interessi per la banca e, quindi, l'essenzialità di siffatta informazione ai fini di un consenso informato del cliente. Tanto più che il valore dell'MtM al tempo zero non solo può dare indicazioni sulla ripartizione dell'alea, e finanche sull'assenza dell'alea, ma anche sull'esistenza di costi o commissioni impliciti.

Apprezzabilmente, quindi, la giurisprudenza più recente sembra aver (finalmente) compreso l'importanza dell'MtM e la conoscibilità da parte del cliente se non del valore dello stesso almeno del modello di *pricing* utilizzato dall'intermediario per determinarlo.

Si è infatti correttamente affermato che il Mark to Market rappresenta la «sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione» ed in quanto tale necessita «di essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a differenti formule matematiche, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al

Pertanto per poter fornire le informazioni in nota integrativa richieste dal novellato art. 2427 *bis* c.c. è necessario scorporare la componente derivativa (derivato implicito) dal contratto che la incorpora.

Infine in nota integrativa deve essere predisposta una tabella che indichi i movimenti delle riserve di "fair value" avvenuti nell'esercizio: una forma che consente una significativa percezione della dimensione e potenziale impatto del rischio finanziario connesso agli strumenti derivati sul Bilancio. In relazione alla valorizzazioni in bilancio dei derivati mi sia concesso rinviare, anche per ulteriori indicazioni bibliografiche, a U. PATRONI GRIFFI – N. BENINI, *L'appostazione in bilancio dei contratti su derivati*, in *Patrimoni, finanza e internazionalizzazione*, 2016, 44 ss.

⁸⁹ Il comma 2 del art. 203 TUF prevede, infatti, che per l'applicazione dell'art. 76 l.f. possa farsi «riferimento anche al costo di sostituzione dei medesimi, calcolato secondo valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento» In arg. v. S. ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, in *rivistaodc.eu*

momento del calcolo dell'MtM»⁹⁰

Il valore dell'MtM integra una informazione determinante ai fini della formazione del consenso del cliente sul contratto. Infatti il MtM esistente al momento genetico incorpora una informazione facilmente comprensibile sulla distribuzione dell'alea e sui costi del contratto, come non ha mancato di rilevare un recentissimo arresto⁹¹. Mentre il valore del MtM periodico comunicato al cliente può indurlo a chiedere la risoluzione del contratto e/o negoziare un nuovo contratto evitando che ciò avvenga «a condizioni ancora di più svantaggiose di quelle precedentemente applicate»⁹².

Questo deve portare l'interprete non solo ad interrogarsi sulla validità di clausole – di derivazione straniera e quindi 'aliene' - che rimettono esclusivamente ad una delle parti la determinazione di elementi contrattuali. Infatti il diritto interno ammette la liceità di tali clausole solo ove la determinazione del contraente «sia una determinazione non arbitraria, non discrezionale» e sia «soprattutto una determinazione controllabile dall'altro contraente»⁹³; in mancanza di tali presupposti il contratto potrebbe essere ritenuto nullo per indeterminatezza dell'oggetto ex artt. 1346 e 1418, comma secondo, c.c.⁹⁴.

⁹⁰ Trib. Milano 16 giugno 2015, n. 7398, in *derivati.info*. Nello stesso senso già lodo arbitrale Milano 4 luglio 2013, cit.

⁹¹ Trib. Milano 13 maggio 2016, n. 6001, in *dirittobancario.it*, secondo cui in un contratto di swap «l'esistenza di un margine di redditività del tutto legittimo in favore di una delle parti (e, normalmente, in favore dell'intermediario, quale soggetto che ha costruito e messo a disposizione il derivato) si configura esso stesso quale componente essenziale del contratto, sia in quanto onere sul quale necessariamente deve convergere l'accordo negoziale delle parti, sia in quanto componente che, determinando di fatto uno squilibrio iniziale dello swap (con passaggio dal suo valore teorico al valore di mercato), influisce sulla misura dell'alea che le contrapposte parti si assumono».

⁹² V. PICCININI, cit., 531; B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. It.*, 2009, 1693 ss. e in part. 1699,

⁹³ G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 19; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 779 ss, a p. 796,

⁹⁴ Così E. GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, cit., 800.

Ma anche a domandarsi se l'MtM – così come il *netting* (ovvero il calcolo del differenziale periodico) e il *payoff* (differenziale a scadenza) che i contratti diffusi nella prassi rimettono all'intermediario (*calculation agent*)⁹⁵ – costituisca oggetto del contratto, eppertanto debba essere al momento della formazione del consenso determinato (i.e. esplicitato in contratto) ovvero, quanto meno, determinabile.

Infatti l'oggetto degli strumenti finanziari derivati è in definitiva l'«assunzione di un rischio (cioè di una posizione finanziaria), dato che l'acquisto è solo un momento del consumo, allora si tratta di consumo di rischi finanziari. Il consumismo dei prodotti finanziari è consumismo dei rischi finanziari»⁹⁶.

Negli strumenti finanziari derivati l'entità di tale rischio è rappresentata dal MtM, dacchè lo stesso non è altro che «la sommatoria attualizzata di differenziali futuri attesi» e rappresenta «sia pure nella dimensione temporalmente contestualizzata, un differenziale tra contrapposti flussi finanziari, ossia l'oggetto stesso del contratto»⁹⁷. Ciò è confermato dalla normativa contabile, specie dopo il decreto bilanci, che prevede espressamente che nei conti annuali delle società venga indicato il *fair value* dei contratti derivati, valore che coincide con il loro MtM.

La mancanza di indicazioni circa il MtM «nel momento in cui non solo non contiene il *fair value*, ma neppure ne consente per la complessità del contenuto del derivato una (agevole) determinabilità, implica il venir meno dell'elemento del contratto rappresentato dalla individuazione o individuabilità del perimetro almeno ipotetico dell'alea e così, nei contratti in cui l'oggetto è aleatorio, della determinazione o determinabilità dell'oggetto (nella specie di quella parte di oggetto rappresentata dal differenziale futuro e incerto che la

⁹⁵ D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 625.

⁹⁶ A. Lupoi, citato da S. MALVESIO, *La natura della trasparenza finanziaria fra tutela dell'interesse dei clienti ed integrità dei mercati*, <http://docplayer.it/1069316-Universita-degli-studi-di-padova.html>.

⁹⁷ Trib. Milano 16 giugno 2015, n. 7398. In dottrina D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, *Riv. dir. civ.*, 2016, 1111.

stima del mark to market è propriamente protesa a determinare)»⁹⁸. Non è infatti dubitabile che – ai sensi degli artt. 1175, 1337 e 1375 c.c. – l’intermediario abbia il dovere di fornire al contraente una informazione esaustiva, chiara e completa sul rischio oggetto del contratto⁹⁹. Ma su ciò si avrà modo di tornare a breve.

5.3. *Gli scenari probabilistici*

I derivati non sono il male assoluto. Assolvono una utile funzione economica. Il problema di questo tipo di contratti risiede solo nella asimmetria informativa e cognitiva. Non a caso i contratti (il che è vero soprattutto per gli *swaps*) su derivati stipulati tra intermediari sono tutti, o quasi, *par (rectius, “fair”)*. Mentre quelli stipulati con altri sono quasi tutti *non par*. Tale asimmetria consente l’abuso. Il cliente è inconsapevole non solo dei rischi assunti, ma non è neppure in grado di verificare se il contratto sia idoneo a svolgere quella funzione (sia essa di *hedging* o *trading*) per cui è stato sottoscritto. Basterebbe però poco per riequilibrare le posizioni delle parti. Applicare a fondo i criteri generali ex art. 21 TUF e i principi Mifid e fornire al cliente una informazione adeguata perché comprensibile ed effettivamente in grado di illustrare con oggettività rischi e opportunità del derivato. La soluzione più efficace, *de jure condendo*, sarebbe quella di codificare nell’ordinamento italiano la natura specifica delle informazioni adeguate, comprensibili e oggettive da rendere ai clienti, stante la frammentazione e l’incompletezza della disciplina in materia di trasparenza dei contratti derivati¹⁰⁰.

Tuttavia parte della giurisprudenza pratica e teorica già ritiene che tra le informazioni che l’intermediario sia obbligato a fornire al cliente

⁹⁸ Lodo arbitrale Milano 4 luglio 2013, in dirittobancario.it con nota di B. Marchetti, *Lodo Arbitrale Milano 4 luglio 2013: mark to market come elemento essenziale dello swap e necessaria condivisione dei modelli di pricing*.

⁹⁹ In termini simili si era già espressa Cass. 24 aprile 2015, n. 8412 in *Foro it.*, 2015, 2378.

¹⁰⁰ Con specifico riferimento ai contratti stipulati da enti locali, la mancata individuazione di queste informazioni – seppur riconosciuta dal legislatore – è stata sinora “gestita”, come già detto, con un divieto (vigente dal giugno 2008) ad operare in derivati. Tale divieto, che pure appare accettabile in un’ottica di breve periodo, nel medio-lungo termine può tuttavia precludere agli enti locali interessanti opportunità di copertura.

rientri senza dubbio il valore di mark to market del contratto al tempo zero, vale a dire in prossimità della stipula¹⁰¹, il modello matematico utilizzato e gli scenari di probabilità. Con l'indicazione del MtM anche l'utente meno esperto è in grado di mettere in concorrenza più controparti. Ma ancora non basta per assicurare la corretta comprensione dell'alea intrinseca nel contratto derivato. A parità di MtM il cliente, infatti, deve avere la distribuzione di probabilità dei possibili risultati del contratto, così da poter selezionare quello il cui profilo di rischio risulta più in linea con le proprie necessità. Si tratta di misurare e illustrare i rischi al cliente, un tassello chiaramente strategico che oggi difetta di trasparenza perché la prassi degli intermediari prevede una informazione analitica di tipo *what if*, che può fuorviare la percezione del rischio da parte del cliente e per ciò, è inevitabilmente opaca. Nel dettaglio, col *what if* si offrono al lettore diversi scenari che tipicamente non riflettono la totalità dei risultati possibili e basati su ipotesi di evoluzione delle variabili di mercato che però sono selezionate senza tener conto della loro effettiva probabilità di accadimento. In questo modo è facile far credere, ad esempio, che un prodotto potrebbe far guadagnare moltissimo (ed è assolutamente vero) peccato però che non venga spiegato con quanta probabilità ciò può verificarsi (informazione che il produttore ha e gli serve per collocarlo). Questo grosso limite è superabile virando dal *what if* all'informazione sintetica rilevata con il metodo degli scenari probabilistici¹⁰². Del resto è ciò che l'attuale ministro della salute ha

¹⁰¹ Il valore del mark to market è la grandezza che l'intermediario utilizza anche per rappresentare nella propria contabilità lo strumento derivato. Tanto si precisa per sottolineare come la fondamentale informazione sul mark to market sia sempre nota all'intermediario; per ciò la rimozione dell'asimmetria informativa rispetto al cliente potrebbe avvenire semplicemente richiedendo la condivisione di un dato di cui l'intermediario già dispone.

¹⁰² Si tratta del metodo previsto nella bozza di regolamento pubblicata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze il 22 settembre 2009 per garantire la piena trasparenza dei contratti derivati degli enti locali. Tale provvedimento, però, non è stato ancora emanato. Lo stesso metodo era previsto dalla Comunicazione n. DIN/DSE/9025454 del 24 marzo 2009 secondo cui «gli scenari probabilistici dell'investimento finanziario sintetizzano il c.d. "rischio di performance" della proposta d'investimento, inteso come capacità di creare valore aggiunto per l'investitore sull'orizzonte temporale consigliato con probabilità più o meno elevate. La metodologia prevista per il calcolo degli scenari probabilistici consente l'illustrazione del rischio di performance: - in termini assoluti, attraverso il

proposto per limitare il *vizio* del gioco, legalizzato, d'azzardo che come i derivati arricchisce qualcuno (in questo caso lo stato) e munge qualcun altro (i cittadini)¹⁰³. Vale a dire l'obbligo di segnalare le reali possibilità di vincita. Ed è proprio il gioco d'azzardo che mostra l'efficacia di tale informazione. Si prenda ad esempio il Superenalotto. Una informazione di tipo *what if* ci dice che giocando una schedina ho la possibilità o di vincere il ricco jackpot ovvero di perdere i miei 50€. Il metodo probabilistico ci dice che ho 622.614.630 di possibilità su una di perdere i miei cinquanta euro. Così applicando il metodo probabilistico ad alcuni derivati stipulati dagli enti locali si scopre che le probabilità (calcolate alla data di stipula del contratto) che il derivato svolgesse la funzione di copertura dal rischio erano assai esigue. Se non in taluni casi inesistenti.

La determinazione probabilistica della conformità dello strumento alla sua funzione costituisce un valido mezzo istruttorio nei giudizi relativi ai contratti su derivati.

La conoscenza dell'MtM e degli scenari di probabilità consente, peraltro, al cliente di verificare se:

a) il contratto sia in grado di realizzare o meno la finalità di copertura eventualmente richiesta. In difetto il cliente è, ad avviso di chi scrive, legittimato a chiedere la risoluzione del contratto per avere lo stesso ad oggetto *aliud pro alio*¹⁰⁴ ovvero, ove non si ritenesse

confronto con il valore del capitale nominale; - in termini relativi, attraverso il confronto con i possibili esiti di un investimento nell'attività finanziaria priva di rischio (c.d. risk-free asset) per un importo pari al capitale nominale e sul medesimo orizzonte temporale. L'informativa di cui agli scenari probabilistici dell'investimento finanziario si articola in quattro scenari alternativi, per ciascuno dei quali è richiesta l'indicazione della relativa probabilità di accadimento e del valore mediano associato (c.d. valore centrale)».

¹⁰³ In una recentissima, inedita, sentenza di cui ha dato notizia la stampa il giudice di pace di Vallo della Lucania ha condannato i Monopoli di Stato a rimborsare ad un giocatore il prezzo di acquisto di 225 'gratta e vinci', tutti però perdenti, perché sui tagliandi non erano indicate le probabilità di vincita fonte www.adnkronos.com 4 ottobre 2016.

¹⁰⁴ V. App Torino 26 luglio 2016, n. 1725, in dirittobancario.it con nota di A. Rossi, *E' nullo lo swap in cui il rischio relativo all'andamento del differenziale non ricada anche sulla banca*, in tale pronuncia la Corte di Appello aggiunge al difetto di causa, quale motivo di nullità, anche l'assenza di «meritevolezza ex art. 1322 c.c. circa l'operazione atipica messa in essere»; Trib. Milano (ord.), 7 febbraio 2012, in dottrina D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa*

applicabile tale rimedio alla agli strumenti finanziari, a chiedere il risarcimento del danno e/o la risoluzione del contratto per violazione da parte dell'intermediario degli obblighi informativi e, soprattutto, di protezione (adeguatezza ed appropriatezza). Obblighi che la giurisprudenza, anche di legittimità, più recente ritiene, come si è anticipato, applicabili anche nei rapporti con la clientela professionale quando l'informazione sia essenziale ai fini della formazione del consenso delle parti sull'oggetto del contratto, specie quando si tratti di strumenti finanziari ad alto rischio. Inoltre potrebbero trovare applicazione i rimedi civilistici della rescissione per lesione o per eccessiva onerosità sopravvenuta, almeno nel caso in cui il contraente si sia «vincolato ad una prestazione in base alla consapevolezza del valore della prestazione»¹⁰⁵, o dell'annullamento per vizio del consenso (dolo o errore)¹⁰⁶.

b) il contratto non è geneticamente in grado di realizzare alcuna delle funzioni tipiche dei contratti (su) derivati (speculativa o di copertura), per sussistenza di una alea unilaterale a favore solo dell'intermediario. Ove non lo fosse, infatti, lo stesso non potrebbe essere qualificato ai sensi del T.U.F. come «strumento finanziario derivato»¹⁰⁷, che presuppone la sussistenza di una alea razionale a favore del cliente, eppertanto il cliente potrebbe avvalersi dell'eccezione di gioco ovvero chiedere l'accertamento della nullità del contratto per mancanza di causa (derivante dal difetto dell'alea in un contratto avente natura tipicamente aleatoria¹⁰⁷, infatti - - come si è

legalmente autorizzata di swap, cit., 1096 ss.; A. PARZIALE, *Interest rate swap: il valore della dichiarazione di operatore qualificato e la nullità per difetto di causa al vaglio delle corti pugliesi*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, 787 a p ...

¹⁰⁵ D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., 1120.

¹⁰⁶ Sulla sussistenza di una vasta gamma di rimedi rispetto alla violazione da parte degli intermediari della normativa (generale e di settore) v. V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e ridarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, 905 ss; Id., *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, cit., 986 che in tal caso precisa che «nessuno spazio (...) sembra esservi per una nullità da difetto di causa (concreta)».

¹⁰⁷ In questo senso v. Trib. Modena 23 dicembre 2011, in *I contratti*, 2012, 130 ss. con nota di V. SANGIOVANNI che però dall'assenza dell'alea per uno solo dei contraenti fa discendere la non meritevolezza del contratto ai sensi dell'art. 1322 cc; Trib. Milano, 19 aprile 2011, *contra* G. BERTI DE MARINIS,

correttamente osservato -«affinchè l'ordinamento possa considerare meritevoli di tutela contratti aleatori, occorre che sia possibilità che tale alea esista, ovvero detta in altri termini, che esista la possibilità che tale alea si distribuisca tra le parti»¹⁰⁸¹⁰⁹).

La sentenza della Corte di Appello di Milano del 18 settembre 2013, sebbene non del tutto chiaramente, sembra condividere la tesi innanzi esposta.

La Corte infatti si poneva per la prima volta il problema se la misura dell'alea costituisca o meno elemento essenziale del contratto. E dichiarava che tale accertamento non dovesse essere condotto nella prospettiva sfuggente della causa in concreto <<bensì dalla constatazione che il Legislatore del TUF menziona>> i contratti derivati <<indipendentemente dall'intento dell'investitore, sia esso di copertura o speculativo, imponendo, così all'interprete di ricercare una comune *ratio legis* del loro riconoscimento legislativo>>.

Infatti la causa dei contratti su derivati risiede, ricordava la Corte, nella consapevole creazione di alea. Che nei derivati cosiddetti simmetrici, quali il contratto di *swap*, <<devono essere reciproche e bilaterali>>.

L'«incostituzionalità» del contratto immeritevole, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2013, 572, secondo cui il giudice sembrerebbe aver fatto <<applicazione non del tutto consapevole del controllo di meritevolezza>>. In dottrina, invece, correttamente E. GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *Banca borsa tit cred.*, 2013, 92 ss. a p. 97 ha osservato che <<se l'alea è, come è, un elemento immanente allo stesso oggetto derivativo (il differenziale di valore), essa deve costantemente potersi rinvenire nel concreto configurarsi dello strumento pena l'invalidazione di quest'ultimo per *carezza di oggetto* o, addirittura, secondo una lettura giurisprudenziale, per il venir meno della causa in concreto>>.

¹⁰⁸ B. MARCHETTI, cit., 8.

¹⁰⁹ Ovviamente la nullità del contratto per carezza dell'alea o, nei derivati simmetrici, per carezza dell'alea bilaterale travolge anche (ai sensi dell'art. 1972 cc) l'eventuale transazione. L'assenza dell'alea, infatti, rende – a mio avviso – illecito il contratto. Nel senso che il TUF, e la normativa di attuazione, non consente agli intermediari di negoziare strumenti finanziari derivati privi, nella accezione innanzi ricordata, di causa. La transazione sul contratto derivato nullo è, pertanto, da considerarsi a propria volta nulla. Mentre sarà annullabile la transazione che abbia ad oggetto singole clausole nulle (ad esempio quelle relative alla determinazione dell'MtM) ove l'investitore non fosse stato a conoscenza della nullità delle medesime.

In questo tipo di contratti, pertanto, continuava la Corte è <<inconcepibile che la quantità e la qualità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo>> e che debbano essere ricostruite *ex post*, in corso di causa. L'intermediario è quindi tenuto a comunicare al cliente il valore del derivato al momento della conclusione, gli scenari di probabilità e le modalità di calcolo dell'MtM¹¹⁰. Alla mancata comunicazione di tali dati la Corte collegava la nullità del contratto perché i clienti non erano stati messi in grado di conoscere il grado di rischio assunto e perché è vietato ad un contraente determinare <<unilateralmente, ed in base a criteri non trasparenti e controllabili, elementi del contenuto del contratto>>. Si tratta di affermazione condivisibile nei limiti in cui sono da ritenersi senz'altro nulle quelle clausole (quali quelle relative al Mark to Market) che affidano al solo intermediario la determinazione, secondo parametri neppure conoscibili all'investitore, di elementi contrattuali¹¹¹.

Le alee devono, poi, essere 'razionali'. Vale a dire misurabili, applicando al tempo della conclusione del contratto gli scenari di probabilità. La sentenza sul punto manca di chiarezza. Tutte le alee sono astrattamente misurabili. È da ritenere che i giudici abbiano voluto dire che l'alea a carico della banca deve avere una giustificazione razionale. Nel senso che una persona razionale l'avrebbe consapevolmente assunta (è nota nel diritto commerciale la distinzione tra ragionevolezza e razionalità, ove l'assenza della seconda nell'assunzione di decisioni gestorie è fonte di responsabilità per l'amministrazione ove ne derivi un danno per l'impresa). Che vi sia dunque l'assunzione di un rischio reale da parte della banca, e non del tutto remoto.

La sentenza in esame, pur con le sue incongruenze, ha

¹¹⁰ Sull'importanza di tale informazione nei prospetti relativi ai prodotti collocati dalle banche v. A. ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, dirittobancario.it, la quale giustamente osserva che «l'indicazione di scenari probabilistici costituisce (...) la principale misura di tutela efficiente ed equilibrata dell'investitore e del mercato».

¹¹¹ In senso contrario, negando che in assenza di prescrizioni normative l'intermediario sia obbligato esplicitare la misura dell'alea, V. LA MALFA, *Alcuni spunti di riflessione a margine della sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 3459 del 18 settembre 2013 in tema di strumenti finanziari derivati*, *Riv. dir. banc.*, 2014, 1 ss.

rappresentato un decisivo passo in avanti nella comprensione dei contratti, ed ha aperto, come si è visto, la strada ad una giurisprudenza più consapevole della natura, anche da un punto di vista economico, dei contratti su derivati. Il cui contenuto, si è anticipato, consiste in una assunzione di un rischio¹¹². Eppertanto il rischio (la misura dell'alea assunta dal cliente è resa esplicita solo dalla conoscenza dei modelli utilizzati dall'intermediario per il calcolo del MtM – il che implica la conoscibilità delle metodologie utilizzate e degli scenari di probabilità assunti - eppertanto per determinare il valore stesso dello strumento finanziario) e i costi remunerativi per l'intermediario costituisce oggetto stesso del contratto.

La validità del contratto discende, pertanto, dalla assunzione da parte del cliente di un rischio consapevole (la meritevolezza del contratto su derivati discende dalla razionalità dell'alea assunta dalle parti, d'altronde il principio di sana e prudente gestione - che presiede l'operatività dell'intermediario -impedisce che lo stesso assuma 'scommesse cieche'¹¹³). La normativa di settore, infatti, obbliga

¹¹² V. sul punto per una prospettiva matematico/finanziaria U. CHERUBINI, *La via dei giuristi alla probabilità ha un solo problema: la giustizia*, www.glistatigenerali.com. V. anche R. LENER – P. LUCANTONI, *Commento sub art. 23. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 418 che rammentano come in questo tipo di contratti il possibile vizio attiene <<alla violazione dei doveri di informazione sulle componenti del prezzo e sulle modalità di “costruzione” dello strumento finanziario derivato>>.

¹¹³ Il che è confermato dall'art. 1, co. 2, lett. g), TUF che richiama lo «scopo commerciale» dei contratti su derivati. Sul punto v. D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, cit., 1097 l'autore in merito precisa che l'interprete dovrà «valutare la meritevolezza dei singoli contratti derivati, (i) nella prospettiva microeconomica del singolo contratto, alla luce dell'esigenza di tutela del singolo investitore – si tratti di un privato risparmiatore o di una impresa piccola, media o grande -; (ii) nella prospettiva macroeconomica delle ricadute di sistema, alla luce delle due esigenze, che debbono essere temperate, da un versante, della salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario – che non è soltanto la fiducia degli intermediari, ma è anche la fiducia degli investitori, e di qualsiasi altra categoria di soggetti diversi dagli intermediari finanziari – che è la competitività degli intermediari-. Qualsiasi prospettiva di indagine, che sia limitata al singolo rapporto e non consideri il dato macro economico entro cui si colloca la contrattazione in derivati fra intermediari ed investitori, condurrà ad esiti ricostruttivi insoddisfacenti». Nella stessa linea di pensiero, mi pare, anche S. PAGLIANTINI, op. ult. cit., p. 403, 405 . Sulla rilevanza

l'intermediario a «fornire tutte le informazioni necessarie al proprio cliente, affinché questi presti un consenso consapevole; presupposto a monte, peraltro, rimane la necessità che anche su tale elemento essenziale del contratto si sia formata la volontà negoziale e ciò, ovviamente, sarà necessario a prescindere dalla tipologia di cliente che sottoscriva il contratto (cliente professionale di diritto, su sua richiesta, piuttosto che cliente non professionale)»¹¹⁴.

In difetto di consenso negoziale sugli elementi, da considerarsi senz'altro essenziali¹¹⁵, rappresentati dalla misura dell'alea assunta da ciascuna delle parti, ovvero del costo dello strumento finanziario, il contratto dovrà dunque essere dichiarato nullo ai sensi degli artt. 1346 e/o 1418, co. 2, c.c. In questo senso con chirurgica precisione è stato tracciato il legame tra MtM e scenari di probabilità. Si è correttamente osservato, infatti, che l'assunzione di un rischio – che, come detto, costituisce il reale oggetto del contratto - «postula che il contratto contenga tutti gli elementi in cui poter riscontrare l'entità ipotetica dell'alea che si corre» eppertanto il MtM costituisce «elemento essenziale del contratto» esprimendo lo stesso il valore, necessariamente probabilistico, che l'intermediario assegna *ex ante* «al differenziale che il derivato secondo determinati criteri» ipoteticamente potrebbe determinare a scadenza, insomma il «risultato prospettico attualizzato»¹¹⁶.

Inoltre, come si è accennato, le essenziali informazioni circa il MtM, le metodologie di calcolo e gli scenari probabilistici permettono al cliente di verificare la sussistenza di ulteriori vizi del contratto (mancanza di causa) e/o di inadempimenti da parte dell'intermediario

della sana e prudente gestione quale parametro valutativo della condotta degli intermediari v. F. SARTORI, *Sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e protezione della clientela*, contributo, che con qualche adattamento riprende l'intervento al convegno su "Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico" organizzato nell'Università di Camerino il 16 e 17 settembre 2016, destinato al *Liber amicorum* in onore di Antonio Gambaro, e che per cortesia dell'autore ho potuto leggere in anteprima.

¹¹⁴ Trib. Milano, 13 maggio 2016, n. 6001. In dottrina F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività della condotta*, cit..

¹¹⁵ Così Trib. Milano 13 settembre 2016, n. 10049, cit., secondo cui «il MtM è elemento essenziale dell'oggetto del contratto»

¹¹⁶ Lodo arbitrale 4 luglio 2013, cit.

agli obblighi di trasparenza e protezione previsti dall'art. 21 TUF. Gli obblighi di protezione riguardano non solo l'interesse del cliente. Ma anche, e direi soprattutto, l'integrità dei mercati. Nel senso che l'intermediario ha un obbligo primario di preservare la fiducia da parte dei clienti nel mercato finanziario e bancario¹¹⁷. La sussistenza di tale obbligo fornisce una chiave di lettura della sussistenza o meno del requisito di meritevolezza dei contratti atipici (tra cui rientrano senz'altro i contratti su derivati OTC o i contratti misti con componenti derivative 'embedded' cosiddetti derivati impliciti) stipulati con la clientela (art. 1322 c.c.). Meritevolezza che palesemente non appare sussistere in contratti che non solo non permettano al cliente di valutare l'alea assunta, ma anche ed eventualmente occultino al medesimo cliente, nei contratti con alee bilaterali, la sproporzione delle medesime.

Credo che questa ultima considerazione costituisca un argine sicuro contro il formalismo giuridico di chi ritenga superflua l'informazione circa il valore del contratto (MtM e connesso metodo di calcolo) e la ripartizione dell'alea tra le parti (scenari di probabilità).

Un'ultima considerazione. Il *trend* giurisprudenziale innanzi riportato appare capace di apprestare tutele effettive ai contraenti senza però degenerare in inutili paternalismi. È infatti vero che nella più parte dei casi gli intermediari hanno abusato a proprio vantaggio delle asimmetrie informative. Ma è altrettanto vero che in molti casi i clienti non erano affatto sprovveduti E che l'ordinamento non possa tollerare o proteggere comportamenti opportunistici dei medesimi. L'accertamento della completezza e comprensibilità dell'alea oggetto del contratto, e quindi della consapevole assunzione del rischio da parte del cliente in sede di stipulazione del medesimo, può svolgere un efficace ruolo deflattivo del contenzioso. E in un paese in cui la giustizia civile è pressochè alla paralisi non mi pare, davvero, poca cosa.

¹¹⁷ M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, p. 2; F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013 p. 302 ss.

La ripartizione di competenze nei procedimenti sanzionatori tra la BCE e le national competent authorities all'interno del Meccanismo Unico di Vigilanza*.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il generale riparto di competenze tra BCE e NCAs in materia di vigilanza microprudenziale e le sue implicazioni nei procedimenti sanzionatori. – 3. Gli specifici criteri per la ripartizione delle competenze tra BCE e NCAs nei procedimenti sanzionatori. – 3.1 Il criterio “soggettivo”: i destinatari dei procedimenti sanzionatori. – 3.2 Il criterio “oggettivo”: la tipologia di sanzioni da irrogare. – 3.3 Il criterio “eziologico”: la natura degli atti da cui derivano gli obblighi violati. – 4. La competenza residuale delle NCAs. – 5. Spunti conclusivi.

1. Introduzione

Il regolamento del Consiglio n. 1024/2013 (noto anche come *Single Supervisory Mechanism Regulation* o, in forma abbreviata, SSMR) ha istituito il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), che si pone quale nuovo sistema di vigilanza prudenziale per le banche dell'Eurozona.

Ai sensi dell'articolo 2(6) SSMR, il MVU è costituito dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle *national competent authorities* (NCAs) che sono gli unici soggetti competenti ad adottare le decisioni nei confronti delle *supervised entities*¹.

In considerazione della pluralità dei soggetti che hanno il potere di adottare le decisioni ai sensi dell'SSMR, di fondamentale importanza appare individuare l'autorità di volta in volta competente in quanto, a seconda del responsabile del procedimento individuato, variano le

* L'autore è Supervisor presso la Banca Centrale Europea nonché Coadiutore presso la Banca d'Italia. Le opinioni espresse, peraltro di carattere generale, sono esclusivamente personali e non impegnano le Istituzioni di appartenenza.

¹ Come è stato giustamente osservato, il MVU è sprovvisto di un'autonoma personalità giuridica e, pertanto, non possono essere imputate a esso le decisioni prese nei confronti dei soggetti vigilati. Per una dettagliata analisi, si veda a D'AMBROSIO R., *Due process and safeguards of the persons subject to SSM supervisory and sanctioning proceedings*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca d'Italia, 2013, 27 ss.

regole procedurali applicabili² e le tutele contro i relativi provvedimenti³.

L'SSMR prevede una specifica ripartizione di competenze con riguardo ai procedimenti sanzionatori, che dipende non solamente dalla classificazione delle banche vigilate ma anche da specifici e ulteriori criteri che devono essere esaminati.

2. Il generale riparto di competenze tra BCE e NCAs in materia di vigilanza microprudenziale e le sue implicazioni nei procedimenti sanzionatori

Il generale riparto di competenze in materia di vigilanza microprudenziale tra la BCE e le NCA è stabilito dall'articolo 6

² I procedimenti di competenza della BCE sono disciplinati *in primis* dalle disposizioni contenute nel SSMR e del Regolamento BCE n. 468/2014. Al riguardo l'articolo 22 SSMR prevede che la BCE, prima di adottare le proprie decisioni sulle *supervised entities*, conceda “*alle persone interessate dal procedimento la possibilità di essere sentite*” e che nel corso del procedimento siano “*pienamente garantiti i diritti della difesa delle persone interessate*”; tali garanzie procedurali sono ulteriormente specificate nella Parte III, Titolo II del Regolamento BCE n. 468/2014.

³ Contro i provvedimenti di vigilanza adottati dalla BCE è ammessa tutela sia in via giurisdizionale ai sensi dell'articolo 263 TFUE sia in via amministrativa. Con riguardo a quest'ultima ipotesi, l'SSMR ha previsto la Commissione amministrativa del riesame che è incaricata di procedere al riesame amministrativo interno delle decisioni riguardanti la vigilanza microprudenziale sulle banche adottate dalla BCE. Una volta validamente presentato il ricorso da parte del soggetto interessato, tale Commissione ha l'obbligo di rilasciare un parere, obbligatorio ma non vincolante, che dovrà essere tenuto in considerazione dal Consiglio di Vigilanza nell'ambito del procedimento relativo all'adozione della nuova decisione. È importante sottolineare che la nuova decisione andrà a sostituire quella precedentemente impugnata. La presentazione del ricorso alla Commissione fa salvo il diritto della parte di impugnare il provvedimento dinanzi la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, ma non sospende *ipso iure* il provvedimento impugnato. Per un approfondimento sui limiti e sulla possibilità di impugnare i provvedimenti adottati dalla BCE nell'esercizio delle sue funzioni di supervisione bancaria si veda T. MC ARONS, *Judicial Protection of Supervised Credit Institutions in the European Banking Union*, in D. BUSCH. E G. FERRARINI, *European Banking Union*, Oxford University Press, 2015 433 ss., M. LAMANDINI, *Il diritto bancario dell'Unione, in Bancaborsa tit. cred.*, 2015, 423 ss. e M. CLARICH, *Il riesame amministrativo delle decisioni della Banca Centrale Europea*, in *Riv. It. di Dir. Pubbl. Com.*, 2015, 1513 ss.

SSMR. Tale disposizione, pur attribuendo alla BCE la responsabilità dell'intero funzionamento del MVU, ha riservato alla stessa la vigilanza diretta sulle sole banche c.d. *significant*, ovvero quelle maggiormente importanti per operatività e dimensione⁴ e, come tali, maggiormente in grado di determinare un rischio sistemico. Con riferimento alle altre banche, c.d. *less significant*, la BCE esercita solamente una vigilanza "indiretta", fatta salva la possibilità di chiedere un'estensione dell'attività di supervisione nel caso in cui ciò sia "*necessario per garantire l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati*"⁵.

⁴ In particolare, ai sensi dell'articolo 6(4) SSMR sono da considerarsi *significant* le banche: (i) il cui valore totale delle attività superi i 30 miliardi di EUR; (ii) in cui il rapporto tra le attività totali e il PIL dello Stato membro partecipante in cui sono stabilite superi il 20 %, a meno che il valore totale delle attività sia inferiore a 5 miliardi di EUR; (iii) che siano considerate dall'autorità nazionale competente di importanza significativa con riguardo all'economia nazionale; (iv) che hanno stabilito filiazioni in più di uno Stato membro partecipante se le loro attività o passività transfrontaliere rappresentano una parte significativa delle attività o passività totali; (v) che abbiano richiesto o ricevuto direttamente assistenza finanziaria pubblica dal FESF o dal MES.

In ogni caso, sono considerati *significant* e, come tali assoggettati alla vigilanza diretta della BCE, i "*tre enti creditizi più significativi in ciascuno Stato membro partecipante*". In caso di gruppi vigilati, l'articolo 40 del Regolamento BCE n. 468/2014 prevede che la significatività sia determinata al massimo livello di consolidamento; inoltre, nel caso in cui uno dei soggetti vigilati all'interno del gruppo sia considerato *significant*, tale qualifica viene estesa anche alle altre *supervised entity*. Per un approfondimento al riguardo si rinvia a E. FERRAN. E V. BABIS., *The European Single Supervisory Mechanism, Legal Studies Research Paper Series*, University of Cambridge Faculty of Law, 2013, 4 ss., UGENA TORREJÓN R., *El Mecanismo Único de Supervisión europeo*, in *Revista de Derecho de la Unión Europea*, 2014, 147 ss., E. WYMEERSCH., *The Single Supervisory Mechanism: Institutional Aspects*, in D. BUSCH. E G. FERRARINI., *European Banking Union*, Oxford University Press, 2015, 108 ss., P.L. ATHANASSIOU, *Non-contractual liability under the single supervisory mechanism: key features and grey areas*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2015, 382 ss.

⁵ Così articolo 6(5)(b) SSMR. Pertanto, la supervisione diretta delle banche *less significant* è rimessa di norma alla NCAs. Per un'analisi sul punto si veda K. LACKHOFF, *The Framework Regulation (FR) for the Single Supervisory Mechanism (SSM) -an overview*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014, 507.

Tale ripartizione di competenze è osservata per pressoché tutti i procedimenti di vigilanza microprudenziale adottati nei confronti delle *supervised entities*⁶, ma è valida solamente in parte per quelli sanzionatori.

Benché l'articolo 18 SSMR, che conferisce il potere alla BCE di imporre sanzioni nell'ambito della vigilanza microprudenziale delle banche⁷, non prenda posizione su quali banche tale potere possa essere esercitato, è da ritenersi che l'autorità europea sia competente, quantomeno con riferimento alla fattispecie di cui all'articolo 18(1) SSMR, unicamente nei confronti delle banche *significant*.

Questa interpretazione, oltre a essere coerente con il generale riparto delle competenze di cui all'articolo 6 SSMR, è quella maggiormente in linea con la disposizione di cui all'articolo 135 del regolamento della BCE n. 468/2014 (di seguito, SSMFR), che prevede un obbligo di *reporting* a favore della BCE per le sanzioni irrogate dalla NCAs contro le banche *less significant*, e quella di cui all'articolo 18(5) SSMR, come specificata dall'articolo 134 SSMFR, che evidenzia le ipotesi nelle quali la BCE deve richiedere alle NCAs di avviare i relativi procedimenti sanzionatori⁸. Ulteriore conferma

⁶ Invero l'SSMR prevede che le cc.dd. *common procedures* (autorizzazione all'accesso all'attività bancaria, revoca dell'autorizzazione all'attività bancaria, acquisizione di una partecipazione qualificata in una banca) siano di competenza esclusiva delle BCE, stante la particolare delicatezza e importanza dei relativi provvedimenti; cfr. sul punto i considerando n. 20 e n. 22 SSMR. In tali ipotesi, le NCAs sono in ogni caso chiamate a collaborare con la BCE al fine di permettere la migliore valutazione dei fatti e delle eventuali specificità previste dall'ordinamento nazionale. Per un approfondimento sul tema si rinvia a K. LACKHOFF., *op.cit.*, 507.

⁷ Invero, la possibilità di imporre sanzioni è prevista in primo luogo dall'articolo 132(3) TFUE e dall'articolo 34 dello Statuto del Sistema Europeo di Banche centrali e della Banca Centrale Europea. Tuttavia, precedentemente all'introduzione dell'SSMR, la possibilità di imporre sanzioni era disciplinata esclusivamente con riferimento alle funzioni di politica monetaria. Per un'analisi sulla possibilità di imporre sanzioni in tale ambito si veda, J.M FERNANDEZ MARTIN E P.G TEXEIRA., *The imposition of regulatory sanctions by the European Central Bank*, in *European Law Review*, 2000, 391 ss.

⁸ Ai sensi dell'articolo 134 SSMFR, le NCAs avviano un procedimento contro una banca *significant* nel caso in cui la BCE richieda l'imposizione di: (i) sanzioni non pecuniarie nel caso di violazione, da parte di persone giuridiche o fisiche, di norme di diritto dell'Unione direttamente applicabili, nonché qualsiasi sanzione pecuniaria nel caso di violazione, da parte di persone fisiche, di norme di diritto

può essere rinvenuta nel fatto che, contrariamente a quanto previsto nell'articolo 122 SSMFR per la violazione di regolamenti o decisioni della BCE, nessuna disposizione estende all'autorità europea la possibilità di imporre sanzioni contro le banche *less significant*.

Proprio l'analisi dell'articolo 134 SSMFR permette di individuare i criteri per determinare la ripartizione di competenze tra BCE e NCAs in ambito sanzionatorio: i destinatari dei procedimenti sanzionatori, la tipologia di sanzioni da applicare e la natura dell'atto da cui derivano gli obblighi violati.

3. Gli specifici criteri per la ripartizione delle competenze tra BCE e NCAs nei procedimenti sanzionatori

3.1 Il criterio "soggettivo": i destinatari dei procedimenti sanzionatori

La competenza dei procedimenti sanzionatori in materia di vigilanza microprudenziale è distribuita tra la BCE e le NCAs innanzitutto in ragione dei destinatari di tali procedimenti.

Ai sensi dell'articolo 18(1) SSMR, la competenza sanzionatoria della BCE in materia di vigilanza microprudenziale è infatti limitata a un ristretto numero di persone giuridiche e, precisamente, banche, società di partecipazione finanziaria e società di partecipazione finanziaria mista⁹.

La possibilità di sanzionare le persone giuridiche, caratteristica ampiamente diffusa in altre giurisdizioni nazionali¹⁰, si pone in linea

dell'Unione direttamente applicabili; (ii) qualsiasi sanzione pecuniaria o non pecuniaria nel caso di violazione, da parte di persone giuridiche o fisiche, di norme nazionali di trasposizione di direttive dell'Unione; (iii) qualsiasi sanzione pecuniaria o non pecuniaria da irrogare in conformità alla normativa nazionale che conferisce poteri specifici alle NCAs negli Stati membri dell'area dell'euro non attualmente imposta dal pertinente diritto dell'Unione.

⁹ Cfr. Articolo 18(1) SSMR.

¹⁰ Cfr. CEBS, *Mapping of supervisory objectives and powers, including early intervention measures and sanctioning powers*, Marzo 2009, 50 (181), secondo cui "the majority of European authorities may impose sanctions against both natural and legal persons. Two supervisors (AT, IT) stated clearly that they may only punish natural persons with fines, while one authority (BE) specified that it may only impose sanctions on legal persons".

di continuità con le scelte effettuate dal legislatore europeo nella Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRDIV) che, nel definire il catalogo minimo delle misure che ogni Stato membro deve avere a disposizione, richiede la necessaria presenza all'interno degli ordinamenti nazionali di sanzioni nei confronti di tale categorie di soggetti¹¹.

La scelta del legislatore europeo di limitare il potere sanzionatorio della BCE è rafforzata dalla previsione di cui all'Articolo 134(1) SSMFR, che specifica come sia di competenza delle autorità nazionali l'irrogazione delle sanzioni amministrative contro i soggetti non contemplati dall'Articolo 18(1) SSMR. Tale interpretazione è ulteriormente chiarita dal considerando n. 53 SSMR che esclude espressamente la possibilità di un'interpretazione estensiva dell'SSMR in tale ambito¹².

Analoghe considerazioni possono essere estese anche alle sanzioni irrogate ai sensi dell'articolo 18(7) SSMR e del Regolamento del Consiglio n. 2532/1998 (Reg. 2532/1998), come recentemente emendato dal Regolamento del Consiglio n. 2015/159. Se è infatti vero che tale Regolamento nel definire i soggetti astrattamente suscettibili di essere sanzionati dalla BCE per violazioni di sue decisioni o regolamenti è molto ampia¹³, varie ragioni portano a ritenere che la BCE, in materia di vigilanza microprudenziale, non possa imporre le sanzioni ivi previste a soggetti diversi da quelli

¹¹ Cfr. in particolare Articoli 66 e 67 CRDIV.

¹² Il considerando 53 SSMR prevede infatti che “[n]essuna disposizione del presente regolamento dovrebbe essere intesa nel senso di conferire alla BCE il potere di imporre sanzioni a persone fisiche o giuridiche diverse da enti creditizi, società di partecipazione finanziaria o società di partecipazione finanziaria mista, fatto salvo il potere della BCE di chiedere alle autorità nazionali competenti di intervenire per assicurare che siano imposte sanzioni appropriate”.

¹³ Cfr. articolo 1 del Regolamento del Consiglio n. 2532/1998 che definisce le imprese come “le persone fisiche o giuridiche, soggetti privati o pubblici, ad eccezione dei soggetti pubblici nell'esercizio delle loro funzioni di autorità pubblica, residenti o stabilite in uno Stato membro partecipante, che siano tenute agli obblighi derivanti da regolamenti e decisioni della BCE, nonché le filiali o altri uffici permanenti di imprese situate in uno Stato membro partecipante e la cui amministrazione centrale o sede legale è situata al di fuori di uno Stato membro partecipante”.

contemplati dall'Articolo 18(1) SSMR e specialmente alle persone fisiche.

In primo luogo, l'Articolo 4(1) Reg. 2532/1998 fa riferimento, quale *cap* per il calcolo delle ammende e della penalità di mora, alla nozione di fatturato, che male si attaglia al concetto di persona fisica. Nella stessa linea si pone anche l'articolo 4(2) Reg. 2532/1998, che, nel definire la nozione di fatturato fa riferimento “*al bilancio annuale più recente disponibile*”. Inoltre, deve considerarsi che il Reg. 2532/1998 è espressamente richiamato dall'SSMR che ne fissa pertanto l'ambito di applicazione. In proposito, il già ricordato considerando n. 53 SSMR nello stigmatizzare ogni possibile intervento sanzionatorio contro soggetti diversi da quelli menzionati nell'articolo 18(1) SSMR, limita necessariamente anche la portata del Reg. 2532/1998 per quanto concerne la funzione di vigilanza microprudenziale sulle banche esercitata dalla BCE¹⁴. Conseguentemente, anche con riferimento alle sanzioni imposte ai sensi dell'articolo 18(7) SSMR e del Reg. 2532/1998, i soli soggetti che possono essere destinatari delle sanzioni irrogate dalla BCE paiono esclusivamente le banche, le società di partecipazione finanziaria e le società di partecipazione finanziaria mista.

Tuttavia, con riguardo alle sanzioni imposte ai sensi dell'articolo 18(7) SSMR e del Reg. 2532/1998, deve osservarsi che l'articolo 122 SSMFR estende espressamente alla BCE la possibilità di imporre sanzioni anche nei confronti delle banche *less significant* per la violazione di obblighi derivanti da suoi regolamenti o decisioni che “*impongano in capo a soggetti vigilati meno significativi obblighi nei confronti della BCE*”¹⁵. Con riferimento pertanto alle violazioni di regolamenti o decisioni della BCE che impongono obbligazioni *vis-à-vis* sulle banche¹⁶, *significant* o meno, la competenza sarà accentrata a

¹⁴ Al contrario, pertanto, il potere sanzionatorio della BCE in materia di politica monetaria, per disciplinare il quale era stato originariamente emanato il Regolamento del Consiglio n. 2532/1998, rimane impregiudicato.

¹⁵ Cfr. Articolo 122(1)(b) SSMFR.

¹⁶ In proposito osserva K. LACKHOFF., *op.cit.*, 510 che “[w]ith regard to ECB regulations the [SSMFR] differentiates: if the regulation imposes obligations vis à vis the ECB, the ECB may impose sanctions on less significant credit institutions if they breach such a regulation. If the regulation does not impose obligations vis à vis the ECB, the ECB may not impose sanctions on less significant credit institutions but the relevant NCA may. Such a differentiation is not foreseen in the SSMR”.

livello europeo, con innegabili vantaggi per l’uniforme interpretazione e applicazione di tali atti¹⁷.

3.2 Il criterio “oggettivo”: la tipologia di sanzioni da irrogare

Un ulteriore criterio per individuare l’autorità competente ad avviare il procedimento sanzionatorio è quello della misura sanzionatoria da irrogare. In particolare la BCE è competente a imporre unicamente le sanzioni amministrative pecuniarie, mentre le altre misure sanzionatorie rimangono di competenza delle NCAs.

Anche tale criterio si pone in linea di continuità con la CRDIV che individua all’interno del catalogo minimo di cui agli articoli 66 e 67 talune misure pecuniarie¹⁸. In proposito si osserva che il legislatore europeo ha espressamente classificato quali sanzioni unicamente le misure pecuniarie¹⁹, lasciando libertà agli Stati membri di qualificare le ulteriori misure come ritenuto più opportuno²⁰.

Con riguardo all’ordinamento italiano, il decreto legislativo n. 385/1993 (TUB) prima dell’implementazione della CRDIV conosceva unicamente le sanzioni amministrative pecuniarie. Il successivo decreto legislativo n. 72/2015, in attuazione della direttiva 2013/36/UE ha modificato l’assetto normativo in materia, qualificando come misura sanzionatoria a disposizione della Banca

¹⁷ Critico verso questa impostazione appare K. LACKHOFF., *op.cit.*, 510.

¹⁸ In particolare, per la CRDIV sono da considerarsi misure pecuniarie le “sanzioni amministrative pecuniarie fino al 10% del fatturato netto totale annuo, compreso il reddito lordo consistente in interessi e proventi assimilati, proventi su azioni, quote e altri titoli a reddito variabile o fisso e proventi per commissioni o provvigioni conformemente all’articolo 316 del regolamento (UE) n. 575/2013 dell’impresa nell’esercizio finanziario precedente”, le “sanzioni amministrative pecuniarie fino a 5 000 000 EUR o, negli Stati membri la cui moneta non è l’euro, il corrispondente valore in valuta nazionale al 17 luglio 2013” e le “sanzioni amministrative pecuniarie fino al doppio dell’importo dei profitti realizzati e delle perdite evitate grazie alla violazione”.

¹⁹ Cfr. Art. 66(2)(c), (d) e (e) CRDIV e Articolo 67(2) (e),(f) e (g) CRDIV.

²⁰ Sebbene la distinzione possa apparire superflua per l’ordinamento italiano, occorre rilevare che altri ordinamenti conoscono varie tipologie di misure amministrative idonee a compulsare le banche soggette alla loro supervisione senza assumere però una valenza sanzionatoria nell’ordinamento di appartenenza. Tipico esempio possono essere considerate le *mesures de police administrative* previste nel *Code monétaire et financier* francese.

d'Italia anche il c.d. *cease and desist order*. L'articolo 144-bis TUB prevede la possibilità che, per le violazioni “connotate da scarsa offensività o pericolosità”, la Banca d'Italia possa ordinare di porre a termine a tali violazioni come alternativa all'irrogazione della sanzione pecuniaria. Si tratta di una misura restrittiva, già ampiamente diffusa negli ordinamenti di *common law*, con la quale l'autorità di vigilanza intima a un soggetto ritenuto responsabile di un comportamento antigiuridico di porre termine alla condotta e di non ripeterla per il futuro. Sebbene autorevole dottrina consideri il *cease and desist order* come una misura amministrativa e non una sanzione stante l'assenza di un carattere afflittivo del provvedimento in questione²¹, sembra doversi preferire l'opposta tesi, attesa l'inequivoca qualificazione operata dallo stesso legislatore.

Alla luce della sua natura sanzionatoria sembra pertanto doversi ritenere che, almeno con riguardo all'ordinamento italiano, la Banca d'Italia abbia acquisito competenza esclusiva per l'irrogazione di *cease and desist order*, anche per le banche *significant*.

Sempre con riguardo alle sanzioni non pecuniarie, merita di essere osservato che il nostro ordinamento non sembra avere recepito, nemmeno tra le misure non sanzionatorie, il c.d. *public statement*. Secondo la definizione data dalla CRDIV, tale misura consiste in “una dichiarazione pubblica che identifica la persona fisica, l'ente, la società di partecipazione finanziaria o la società di partecipazione finanziaria mista responsabile e la natura della violazione”²², in grado di incidere negativamente sulla reputazione del destinatario²³. A diversa conclusione non può giungersi solamente perché l'ordinamento italiano ha previsto un generico obbligo di pubblicazione delle sanzioni²⁴. Al riguardo deve infatti osservarsi come il *public statement* e la pubblicazione della sanzione perseguano

²¹ Secondo R. D'AMBROSIO., *op. cit.*, 25, “the order requiring natural or legal person to cease their present conduct and to desist from the repetition in the future seems to have the sole purpose of restoring the public interest harmed by the offender” e, pertanto, “it should therefore be qualified as a measure.

²² Cfr. articoli 66 CRDIV e 67 CRDIV.

²³ In considerazione degli effetti pregiudizievoli nei confronti del soggetto ritenuto responsabile della violazione, la dottrina ritiene tale misura una vera e propria sanzione. In questo senso, R. D'AMBROSIO, *op. cit.*, 25.

²⁴ Cfr. articolo 145 TUB.

diversi obiettivi e abbiano una distinta disciplina. È la stessa CRDIV a tenere distinti questi due istituti, prevedendo esclusivamente il *public statement* nel catalogo minimo delle misure amministrative di cui agli articoli 66 e 67 CRDIV e dedicando invece un'autonoma disposizione alla pubblicazione delle misure sanzionatorie²⁵.

3.3 Il criterio “eziologico”: la natura degli atti da cui derivano gli obblighi violati

La competenza a condurre il procedimento sanzionatorio è inoltre distribuita tra le autorità in ragione della natura degli atti da cui derivano gli obblighi violati dai soggetti vigilati.

In particolare, ai sensi dell'Articolo 18(1) SSMR, rientrano nella competenza della BCE tutti i procedimenti sanzionatori relativi alla violazione “*degli obblighi previsti dai pertinenti atti del diritto dell'Unione direttamente applicabili*”. In proposito il legislatore europeo ha ritenuto di non predeterminare *ex ante* gli atti la cui violazione determini la competenza della BCE, ma ha preferito optare per una fattispecie aperta. In tal modo, anche gli atti emanati dalle istituzioni europee che entreranno in vigore successivamente potranno beneficiare della tutela offerta da questa disposizione, senza bisogno di apportare alcuna modifica all'SSMR. Allo stato, un preminente rilievo assume il Regolamento n. 575/2013 (*capital requirements regulation* o, in forma abbreviata, CRR) che fissa i principali requisiti prudenziali per le banche.

Ai sensi dell'Articolo 18(7) SSMR e del Reg. 2532/1998, competono alla BCE altresì le violazioni degli obblighi derivanti da regolamenti e decisioni da essa emanati²⁶. Con riguardo a quest'ultima categoria di atti, una particolare importanza assumono le c.d. *SREP decisions* ovvero quelle decisioni adottate a valle del processo di

²⁵ Cfr. articolo 68 CRDIV

²⁶ Per completezza, va precisato che i regolamenti e le decisioni della BCE sarebbero comunque rientrati nella classificazione di “*atti del diritto dell'Unione direttamente applicabili*” di cui all'articolo 18(1) SSMR. Nondimeno il legislatore europeo sembra avere voluto considerare distintamente questa categoria di atti al fine di prevedere un più pervasivo controllo sulla loro applicazione ed estendere la propria competenza sanzionatoria in tale ambito anche nei confronti delle banche *less significant*.

riesame e valutazione prudenziale che le autorità di vigilanza compiono per assicurare che le banche abbiano adeguati dispositivi, strategie, processi e meccanismi nonché sufficiente capitale e liquidità per assicurare una gestione e copertura adeguate dei loro rischi. Con riguardo ai regolamenti che la BCE può emanare, merita di essere qui ricordato il Regolamento BCE n. 1163/2014 che fissa il contributo annuale per le attività di vigilanza a carico dei soggetti vigilati²⁷.

4. *La competenza residuale delle NCAs*

In tutti gli altri casi, le autorità competenti a imporre le sanzioni, pecuniarie e non, saranno quelle nazionali.

In proposito, l'articolo 18(5) SSMR prevede che nei casi non disciplinati dall'articolo 18(1) SSMR *“la BCE può chiedere alle autorità nazionali competenti di avviare procedimenti volti a intervenire per assicurare che siano imposte sanzioni appropriate in virtù degli atti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma, e di qualsiasi pertinente disposizione legislativa nazionale che conferisca specifici poteri attualmente non previsti dal diritto dell'Unione”*.

Secondo un'interpretazione ampia dell'articolo 18(5) SSMR, la BCE potrebbe utilizzare tale previsione anche per richiedere alle NCAs l'avvio di procedimenti sanzionatori volti a imporre sanzioni, pecuniarie e non, alle persone fisiche per la violazione di regolamenti o decisioni della BCE. Affinché tale atto di impulso procedimentale possa efficacemente spiegare i propri effetti nell'ordinamento nazionale, è però necessario che l'ordinamento dello Stato membro preveda una simile fattispecie sanzionabile. Al riguardo si osserva che, anche successivamente al recepimento della CRDIV e nonostante l'ampio disposto di cui all'articolo 144-*quinques* TUB, l'ordinamento italiano non prevede una simile possibilità e, pertanto, la BCE non potrà validamente chiedere alla Banca d'Italia di avviare procedimenti sanzionatori contro le persone fisiche ritenute responsabili di violazioni degli obblighi contenuti in regolamenti o decisioni della BCE.

²⁷ Sono tenuti a versare il contributo per le attività di vigilanza tutte le banche, comprese le *less significant*. Pertanto, l'inadempimento agli obblighi previsti dal Regolamento della BCE n. 1163/2014 legittima la BCE ad avviare procedimenti sanzionatori anche nei confronti di questa categoria di banche.

Per quanto attiene al contenuto della richiesta ex articolo 18(5) SSMR si osserva che né l'SSMR né l'SSMFR impongono specifiche restrizioni. In assenza di puntuali obblighi previsti dal legislatore europeo, si deve preferire l'impostazione secondo cui le NCAs rimangono libere circa la qualificazione dei fatti e la determinazione delle sanzioni più opportune, considerato che il procedimento sanzionatorio proseguirà secondo il diritto nazionale²⁸. Non si ritiene incongruo però che la BCE possa proporre, anche per il tramite dei *joint supervisory team* cui compete la supervisione *on-going* delle banche vigilate, la misura sanzionatoria (il tipo e/o il *quantum*) che viene ritenuta più opportuna, tenuto anche conto che attraverso tale indicazione l'autorità nazionale potrebbe acquisire utili elementi di valutazione al procedimento sanzionatorio²⁹.

In ogni caso, l'articolo 134(3) SSMFR impone alle NCAs un obbligo di *reporting* in favore della BCE circa l'esito del procedimento sanzionatorio avviato ai sensi dell'articolo 18(5) SSMR. La notificazione dovrà eseguirsi alla fine del procedimento sanzionatorio anche nel caso in cui questo si concluda senza l'imposizione di sanzioni. Tale obbligo ha dunque contenuto più

²⁸ In questo senso, M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca d'Italia, 73, dicembre 2013, 31, ritiene che “la richiesta presentata dalla BCE, pur rendendo doveroso l'avvio del procedimento sanzionatorio, non sarebbe di per sé idonea a elidere il margine di valutazione rimesso all'Autorità nazionale in esito al procedimento, in ordine alla sussistenza o meno della violazione imputata e, eventualmente, alla sua gravità e alla commisurazione della sanzione da irrogare all'incolpato, per cui non può darsi per certo che l'atto di impulso dell'Autorità europea prelude all'irrogazione di una sanzione, ben potendo il procedimento nazionale concludersi con l'archiviazione dell'azione sanzionatoria”. In senso analogo anche P.L. ATHANASSIOU, *op.cit.*, 389.

²⁹ L'articolo 70 CRDIV impone di considerare, tra i criteri di determinazione delle sanzioni amministrative, “la capacità finanziaria della persona fisica o giuridica responsabile della violazione”, “l'importanza dei profitti realizzati e delle perdite evitate da parte della persona fisica o giuridica responsabile della violazione” e “potenziali conseguenze sistemiche della violazione”. Con riferimento a tali circostanze, la BCE sembra trovarsi in una posizione migliore rispetto alle NCAs.

ampio di quello previsto nell'Articolo 69 CRDIV e non deve essere con questo confuso³⁰.

Un più generico obbligo di informativa alla BCE è previsto per le NCAs con riferimento alle banche *less significant* ma unicamente per le sanzioni irrogate e solo su base periodica³¹. Tuttavia, in caso di violazioni connotate da particolare gravità, pare possa trovare applicazione l'articolo 97 SSMFR il quale impone alle NCAs di notificare alla BCE le procedure di supervisione rilevanti³².

Tali ulteriori obblighi di *reporting* trovano il loro fondamento nell'articolo 6(2) SSMR che stabilisce un dovere di collaborazione tra BCE e NCAs. In particolare, le autorità nazionali devono fornire alla BCE “*tutte le informazioni necessarie per l'assolvimento dei compiti attribuiti alla BCE stessa*” dall'SSMR. I procedimenti sanzionatori e le sanzioni irrogate, specie alla luce dell'inasprimento del regime a seguito del recepimento della CRDIV, sono da considerarsi momenti particolarmente importanti dell'attività di vigilanza, in grado di compromettere, se non opportunamente gestiti, la *viability* delle banche³³.

³⁰ Come noto, l'articolo 69 CRDIV prevede l'obbligo per tutte le NCAs di notificare all'ABE tutte le sanzioni amministrative irrogate al fine di costituire e alimentare una banca dati europea sulle sanzioni amministrative. Tale *database* centralizzato viene poi utilizzato dalle stesse Autorità per raccogliere elementi necessari per verificare l'onorabilità degli esponenti aziendali all'interno del c.d. *fit and proper test*.

³¹ Cfr. articolo 135 SSMFR.

³² Ai sensi dell'articolo 97 SSMFR “*Al fine di consentire alla BCE di esercitare una sorveglianza sul funzionamento del sistema, come disposto all'articolo 6, paragrafo 5, lettera c), del regolamento sull'MVU, le NCA forniscono alla BCE informazioni relative a procedure rilevanti di vigilanza delle NCA concernenti soggetti vigilati meno significativi*”. Come specificato dal secondo comma, per procedure rilevanti si deve intendere tutte quelle “*che hanno un impatto significativo sul soggetto vigilato meno significativo*”. Tuttavia, considerato il notevole aumento editale delle sanzioni pecuniarie e la pervasività di talune misure non pecuniarie, appare difficile potere negare la rilevanza di tale previsione per ogni sanzione amministrativa irroganda.

³³ L'articolo 6(5)(b) SSMR prevede che la BCE “*allorché sia necessario per garantire l'applicazione di standard di vigilanza elevati*” può decidere in qualsiasi momento “*di esercitare direttamente tutti i pertinenti poteri per uno o più enti creditizi di cui al paragrafo 4*” ovvero nei confronti delle banche *less significant*. Tale potere si ricollega al dato che la BCE sia in ultima analisi responsabile del funzionamento efficace e coerente dell'MVU, cfr. Articolo 6(1) SSMR.

Per completezza, va rilevato che le NCAs mantengono competenza esclusiva, anche con riferimento alle banche *significant*, per le violazioni non riguardanti obblighi prudenziali. In ogni caso, la BCE è tenuta a cooperare con le autorità nazionali competenti, non necessariamente le NCAs in materia di tutela della clientela e nella lotta contro il riciclaggio di denaro³⁴.

5. *Spunti conclusivi*

Come emerge dai paragrafi precedenti, il riparto di competenze tra BCE e NCAs in materia sanzionatoria risulta molto frastagliato ed estremamente complesso.

Al di là delle resistenze dei singoli Stati membri a cedere porzioni di sovranità, soprattutto in ambiti particolarmente delicati come quello sanzionatorio, pare opportuno riconsiderare la complessiva allocazione di competenze in ambito sanzionatorio tra BCE e NCAs al fine semplificarla e renderla maggiormente coerente con il generale riparto di competenze.

Infatti, la divergenza tra il potere di supervisione, accentrato in seno alla BCE per le banche *significant*, e quello sanzionatorio, variamente allocato e disomogeneo rispetto alla categoria delle banche vigilate, rischia di creare asimmetrie nell'attività di vigilanza, alterando così il *common level playing field* e indebolendo il processo di integrazione della supervisione bancaria.

Il rischio che ne discende è quello di una deriva centrifuga dell'attività di vigilanza microprudenziale, esasperato proprio in ambito sanzionatorio dove maggiore è l'esigenza di garantire l'uniforme interpretazione e applicazione dell'attività di supervisione.

³⁴ Al riguardo il considerando n. 29 SSMR chiarisce che è “*opportuno che la BCE cooperi, se del caso, pienamente con le autorità nazionali responsabili di garantire un’elevata tutela dei consumatori e la lotta contro il riciclaggio di denaro*”.