

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2018

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 ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

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

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

ALDO ANGELO DOLMETTA, Equipollenti della sottoscrizione intermediaria e impegnatività del contratto del comparto finanziario.....	1
ALDO ANGELO DOLMETTA, UGO MALVAGNA, Debiti (non) ceduti e insinuazione al passivo. A proposito delle «banche venete».....	5
SANDRO AMOROSINO, L'unione bancaria europea e l'egemonia delle decisioni politiche.....	31
MARIO COMANA, Il tasso di mora nella disciplina sull'usura: un'analisi matematica.....	41
RAFFAELE DI RAIMO, Appunti sulla circolazione con scopo di garanzia nel diritto attuale.....	53
ANDREA TUCCI, Derivati e usura.....	65
CORRADO CHESSA, FEDERICO ONNIS CUGIA, Il sistema di vigilanza e controllo sull'universo confidi.....	85
FRANCESCA DELL'ANNA MISURALE, La nuova garanzia mobiliare introdotta con l. N. 119 del 2016. Aspettando il registro informatizzato dei pegni non possessori.....	111

EUGENIA MACCHIAVELLO, La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?.....133

FEDERICO ONNIS CUGIA, La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici.....171

MAURO MENICUCCI, Finanza comportamentale e scenari probabilistici: brevi riflessioni sul kid.....195

MATTEO MORESCO, Forma informativa, sottoscrizione della parte protetta e abuso del diritto.....215

SOMMARIO

SIDO BONFATTI, La natura giuridica degli accordi di ristrutturazione.. 1

Equipollenti della sottoscrizione intermediaria e impegnatività del contratto del comparto finanziario

1.- Si discute, in questi ultimi tempi, dell'ipotesi di ammettere – a riguardo dei contratti relativi a operazioni del comparto finanziario e sulla base di una presente sottoscrizione del cliente – degli equipollenti sostitutivi della mancata sussistenza, in fattispecie, della sottoscrizione dell'intermediario. Il tema è stato toccato, tra gli altri interventi, anche dalla nota ordinanza di Cass. 27 aprile 2017, n. 10447, che – con specifico riferimento ai contratti relativi ai servizi di investimento - ha rimesso alle Sezioni Unite della Corte la questione dell'eventuale validità di quanto gli operatori usano indicare come «contratto monofirma» (la questione, per meglio dire, dei presupposti effettivamente necessari per la validità di simili fattispecie concrete). «Il consenso della banca, pur necessario trattandosi di un contratto, potrebbe» - così ha scritto l'ordinanza (p. 13) - «rivestire anche altre forme di manifestazione della volontà»¹.

Sinora, per la verità, la questione è stata affrontata con riferimento solo al caso di possibile replica dell'intermediario nei confronti del rilievo di nullità del contratto, che sia formulato dal cliente *ex art. 117 TUB e/o 23 TUF* in ragione appunto della mancata presenza sul testo contrattuale di una sottoscrizione dell'intermediario medesimo. Si tratta, tuttavia, di una prospettiva che si manifesta assai angusta, se confrontata rispetto alla dimensione potenzialmente riconoscibile al problema.

In effetti, la domanda (circa l'ipotetica rilevanza sostitutiva degli equipollenti) potrebbe essere replicata per una vasta serie di ipotesi. Così è, ad esempio, per il punto del rispetto dell'onere di consegna di un esemplare contrattuale, secondo le prescrizioni dell'art. 117 TUB e 23 TUF. E ugualmente ci si potrebbe interrogare se, in presenza di dati equipollenti, davvero soddisfi l'obbligo legale di comunicazione a richiesta della clientela, di cui all'art. 119 comma 4 TUB, la

¹ Nel contempo, l'ordinanza ha espressamente escluso la sufficienza – per una positiva valutazione di «equipollenza alla sottoscrizione» - del livello rappresentato dalla «produzione del documento non firmato in giudizio» ovvero pure dai «comportamenti concludenti posti in essere dalla banca e documentati per iscritto» (p. 7 s.).

trasmissione di una copia contrattuale priva della sottoscrizione intermediaria: che pure è ipotesi all'evidenza vicinissima - contigua dal punto di vista dell'operatività pratica – a quella della mancata chiusura formale del contratto. Ma ci si potrebbe persino chiedere, al limite, se l'eventuale sussistenza di equipollenti non possa in concreto supplire alla mancata sottoscrizione dell'intermediario sul contratto di fideiussione ai fini dell'ottenimento di un decreto ingiuntivo (essendo acquisito, ormai, che pure il negozio di assunzione dell'obbligo fideiussorio soggiace alla disciplina di trasparenza bancaria).

D'altro canto, posto che la funzione per cui vengono nella specie evocati gli equipollenti non è quella di esprimere una volontà attuale (di quel momento specifico, cioè), bensì di esprimere e documentare una volontà passata (: l'esserci stata una conclusione del contratto), pure è da rilevare che l'eventuale idoneità degli stessi non può non valere, se si utilizza un identico metro di giudizio, anche per le richieste che vengano formulate in giudizio dal cliente. Così, per avventura, ove questo intenda dimostrare che l'intermediario non ha rispettato – nei confronti di un determinato testo contrattuale, assunto appunto come quello «originario» (e non sottoscritto dal predisponente) - le condizioni stabilite dalla norma dell'art. 118 TUB. O intenda riscontrare la mancata presenza, per dire, di una condizione economica, pure pretesa nei fatti dall'intermediario; o la diversa misura della condizione economica richiesta rispetto a quella scritta nel testo mono firmato (artt. 117 TUB, 23 TUF, 37 Reg. interm. 2007). Come pure l'assenza, nel caso, di altre indicazioni tra quelle che l'appena citata norma dell'art. 37 viene a prescrivere.

2.- Non v'è dubbio che l'idea di superare il principio del sistema, che assume la forma *ad substantiam* dei negozi nei termini di un onere esclusivo², di per sé stessa possiede – sotto il profilo dommatico - una dimensione problematica assai impegnativa (per fare solo un esempio di ordine minimale, la legge è del tutto silente, qui, sull'eventualità di poter aprire a equipollenti, a differenza di quanto propone lo schema normativo dell'art. 2704 cod. civ.). A parte questo profilo - che

² E di andare assai oltre, in tal modo, al livello segnato dall'*exceptio doli generalis*, che per sua propria natura si propone come ipotesi particolare (in quanto propriamente non fisiologica).

sarebbe in ogni caso semplicistico qualificare come affatto pregiudiziale -, il problema è quello di individuare, per il caso occorrente, misura e livello di ciò che potrebbe essere definito come equipollente, come struttura alternativa adeguata al bisogno cioè.

Non meno del primo, pure questo problema - specie ove assunto con riferimento alla dimensione ampia che si è appena visto essere caratteristica del tema degli equipollenti della sottoscrizione intermediaia - si manifesta di notevole delicatezza e sottile. Nella prospettiva di uno sviluppo del dibattito al proposito, peraltro, può forse non essere inopportuno far qui cenno (seppur rapido) di due profili, che mi pare potrebbero anche essere ritenuti come quelli di base.

Sembra in radice da escludere – è bene dunque segnalare prima di tutto – l’eventualità di assumere, anche solo in via indiretta o di fatto, una prospettiva di trattamento più morbida per gli intermediari in punto di individuazione degli equipollenti. A vedere bene, anzi, l’opzione potrebbe essere orientata, casomai, nel senso dell’opposta direzione.

Sul piano materiale appare evidente, in effetti, la maggior disponibilità (la più agevole disponibilità, se si preferisce) della documentazione contrattuale da parte dell’intermediario, che del resto funge da predisponente seriale dei relativi testi. La stessa legge, d’altra parte, riconosce all’intermediario il ruolo (e il compito) non solo di «costruttore», ma anche di «custode» della documentazione contrattuale (cfr. se non altro, la norma dell’art. 119 TUB). Il sistema delineato dalla legge negli artt. 117 TUB e 23 TUF – va ancora notato – suppone la confezione di più «esemplari» contrattuali³, del tutto uguali e dunque anche completi nelle sottoscrizioni (secondo il principio, almeno): con l’intermediario che ne deve consegnare uno al cliente, per trattenere l’altro presso di sé⁴. Né può essere dubbio che la conservazione (attenta, gelosa) di questo «secondo» esemplare risponda – per l’intermediario che il contratto ha concluso e che va a

³ Il punto sembra essere sfuggito alla Consob. Senza ragione distanziandosi dal testo dell’art. 23, comma 1, TUF, infatti, l’art. 37, comma 1 in fine, Regolamento intermediari 2007 parla di consegna «di una copia»

⁴ Sul punto, per la dottrina, si veda in particolare M. GIROLAMI, *Contratti di investimento non sottoscritti dall’intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, II, p. 554 ss.

eseguirlo – al vincolo della «sana e prudente gestione», al cui rispetto le relative imprese non possono in ogni caso sottrarsi.

L'altro rilievo, che più sopra si è annunciato, muove dalla constatazione che, per i contratti del comparto finanziario, l'onere della forma *ad substantiam* non risponde solo, - a ben vedere neppure tanto - a un'esigenza di informazione del cliente: questa, del resto, con riferimento specifico al tempo di conclusione del contratto, e in relazione alla dinamica pertinente la stessa, si trova assicurata da altre, diverse regole disciplinari (cfr., in particolare, le norme degli artt. 127 *bis*, 124, 126 *quater*, 116 TUB, 34 Reg. Consob). La funzione precipua dell'onere formale sembra piuttosto focalizzarsi nel dotare il cliente di un testo su cui poter poi confrontare la correttezza, o meno, del comportamento tenuto dell'intermediario nell'arco dell'intero rapporto contrattuale: e tanto all'interno di un più ampio riferimento funzionale, come in genere inteso a consentire al cliente di compulsare in modo continuo i diritti e i pesi consegnatigli dal contratto, come pure di identificare in termini precisi la puntuale conformazione dei doveri propri e altrui.

Se questo è vero, la condizione di base per l'eventuale identificazione di equipollenti della sottoscrizione intermediaria non può essere, a mio avviso, che quella concernente il segno sicuro dell'impegnatività del contratto per l'intermediario medesimo: senza arrestarsi, tuttavia, a un riscontro di impegnatività generica; ovvero all'impegnatività di un dato contratto in genere (che è poi cosa, a ben vedere, che nella sua vaghezza non significa davvero nulla). Dovrebbe occorrere, per contro, il riscontro dell'impegnatività intermediaria nei confronti di un testo contrattuale completo, come fermato rispetto al tempo in cui si assume che sia avvenuta la sua conclusione (e questo non solo, ovviamente, per il controllo dell'effettivo rispetto da parte dell'intermediario delle condizioni dalla legge fissate per un corretto esercizio del *ius variandi*).

Debiti (non) ceduti e insinuazione al passivo. A proposito delle «banche venete».*

SOMMARIO. 1. I comunicati dei commissari liquidatori del 22 febbraio 2018; 2. L'art. 2 comma 2 legge n. 121/2017 come fenomeno «straordinario» di liberazione del debitore; 3. Gli aventi «diritto alla restituzione degli strumenti finanziari» relativi alla prestazione di servizi d'investimento; 4. I creditori «non ceduti» con responsabilità del cessionario; 5. Il problema dei creditori «retrocedibili»; 6. Il rapporto tra legge e contratto ai fini dell'accertamento del passivo, alla luce dell'art. 2 comma 2 legge n. 121/2017; 7. Le passività «controverse» ex art. 3 comma 1 lett. c), legge n. 121/2017; 8. Effetti della presentazione e della mancata presentazione della domanda di insinuazione al passivo; 9. Effetti dei provvedimenti (di accoglimento o di diniego) dei liquidatori.

1. I comunicati dei commissari liquidatori del 22 febbraio 2018

1.1.- Con due comunicati dello scorso 22 febbraio, affatto omologhi per contenuto, i commissari liquidatori di Banca Popolare di Vicenza e quelli di Veneto Banca hanno dato impulso al termine relativo alla presentazione delle domande di ammissione nei relativi stati passivi, con conseguente individuazione della scadenza del medesimo al prossimo 23 aprile.

Secondo quanto segue alle indicazioni testualmente fornite nei comunicati, gli stessi intendono trovare la loro base fondante – di avvio del procedimento di insinuazione – nella somma di due serie normative. Una, di ordine generale; l'altra, particolare.

Viene dunque richiamata la norma generale per le liquidazioni coatte amministrative bancarie costituita dall'art. 86 comma 5 TUB («entro sessanta giorni dalla pubblicazione del decreto di liquidazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana, i creditori e i titolari dei diritti indicati nel comma 2, i quali non abbiano ricevuto la comunicazione prevista dai commi 1 e 2, devono chiedere ai commissari, mediante raccomandata con avviso di ricevimento, il riconoscimento dei propri crediti e la restituzione dei propri beni,

* Il lavoro è frutto della comune riflessione degli autori. Ad Aldo Angelo Dolmetta vanno attribuiti i paragrafi 1, 3, 5, 7 e 9. A Ugo Malvagna vanno attribuiti i paragrafi 2, 4, 6 e 8.

presentando i documenti atti a provare l'esistenza, la specie e l'entità dei propri diritti e indicando l'indirizzo di posta elettronica certificata al quale ricevere tutte le comunicazioni relative alla procedura. Si applica il comma 3 del presente articolo»).

Alla disposizione generale vengono poi aggiunte le norme degli artt. 2, comma 2 e 4, comma 4, d.l. n. 99/2017 convertito con modificazioni in legge n. 121/2017, provvedimento legislativo per l'appunto approntato per la gestione normativa *ad hoc* del dissesto delle banche venete. Per la prima di queste disposizioni, «dopo l'adozione dei decreti di cui al comma 1, l'accertamento del passivo dei soggetti in liquidazione ai sensi dell'articolo 86 del Testo unico bancario è condotto con riferimento ai soli crediti non ceduti ai sensi dell'articolo 3, retrocessi ai sensi dell'articolo 4 o sorti dopo l'avvio della procedura». Tale retrocessione segue – come indica la seconda norma – allo svolgimento di un'apposita «*due diligence* sul compendio ceduto» (in esito alla quale «il cessionario di cui all'articolo 3 può restituire o retrocedere al soggetto in liquidazione attività, passività o rapporti dei soggetti in liquidazione o di società appartenenti ai gruppi bancari delle Banche»).

Per la verità, nessuna di queste due norme particolari sembra introdurre – testualmente almeno – una deroga alla disposizione generale dell'art. 86 comma 5 TUB, che, come si è appena riferito, imputa la decorrenza del termine per l'insinuazione non a un intervento commissariale, bensì alla pubblicazione del decreto ministeriale di messa in liquidazione. I comunicati sembrerebbero ravvisare, quindi, una sorta di deroga implicita (o di sistema, forse) alla norma generale del TUB nell'ambito della disciplina di cui al decreto.

1.2.- Nei fatti, il punto è che i decreti del MEF di messa in liquidazione delle due banche (nn. 185 e 186 del 25 giugno 2017) non sono stati a tutt'oggi – secondo quanto consta, perlomeno¹ – fatti

¹ L'edizione della Gazzetta Ufficiale del 31 luglio 2017, n. 177, pag. 156, reca infatti la sola comunicazione, da parte della Banca d'Italia, dell'emanazione dei decreti del MEF nn. 185-186.

Il testo dei decreti (uguale per entrambi i casi) risulta peraltro circolare via internet

oggetto di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale «per estratto», secondo quanto dispone l'art. 80, comma 4 TUB. Se questo è vero, di per sé non dovrebbe correre nessun termine (salva appunto l'individuazione di una deroga nel peculiare tessuto normativo relativo alla liquidazione delle banche venete).

Per le domande che verranno presentate entro il 23 aprile non dovrebbero comunque porsi dei problemi reali. I comunicati dei commissari si fanno espresa cura di dichiarare che «le domande di insinuazione già pervenute» e confezionate secondo date modalità «saranno considerate come validamente presentate e quindi prese in esame all'avvio del procedimento di accertamento del passivo»: all'identico destino non possono essere sottratte, evidentemente, quelle che verranno presentate adesso (d'altronde, il termine iniziale della procedura liquidatoria in quanto tale pare muovere dall'emanazione del decreto ministeriale). È da chiedersi peraltro se siano veramente definibili come «tardive» ai sensi dell'art. 89 TUB le domande che saranno inoltrate alle liquidazioni dopo il 23 del mese di aprile.

(<http://www.vicenzapiu.com/documenti/Decreto%20MEF%20n%C2%B0%20185%20BPVI.pdf>), secondo quanto viene qui di seguito trascritto.

«Articolo 1 (liquidazione coatta amministrativa) [la Banca] è posta in liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'art. 80, comma 1, del TUB e dell'art. 2, comma 1, lettera a), del D.L. Ai sensi dell'articolo 2, comma 1, lettera b), del D.L., è disposta la continuazione dell'esercizio dell'impresa della banca in liquidazione coatta amministrativa per il tempo tecnico necessario ad attuare le cessioni previste dal D.L. Articolo 2 (Regime di impugnazione) Il presente decreto è impugnabile entro sessanta giorni dinanzi al Tribunale Amministrativo Regionale ovvero 120 giorni con ricorso straordinario al Presidente della Repubblica. Le decisioni della Banca Centrale Europea, del Comitato di Risoluzione Unico e della Commissione Europea, menzionate nel preambolo e costituenti il presupposto del presente decreto, sono impugnabili con ricorso al Tribunale di Giustizia dell'Unione Europea entro due mesi».

Per completezza, va altresì osservato che nel comunicato della Banca d'Italia con cui si dà notizia della messa in liquidazione, si afferma che «[c]on separato decreto n. 187 in pari data, su proposta della Banca d'Italia, sono state adottate le misure di cui all'art. 2, comma 1, lett. c) e d)» del decreto legge 99/2017 (e qui interessa sottolineare, in particolare, la lettera d), in cui il riferimento a «gli interventi indicati all'articolo 4 a sostegno della cessione di cui all'articolo 3)». Tuttavia, non siamo riusciti a entrare nella materiale disponibilità del detto provvedimento.

1.3.- Pure sotto il profilo delle procedure pare, insomma, che la liquidazione delle banche venete si connoti per una dose di particolarità assai marcata (per l'essere dominata dalla linea della mera contingenza, si potrebbe fors'anche pensare).

Salta così agli occhi – per quanto non dovrebbe produrre negatività decisive o di carico troppo pesante (ma si tratta di osservazione non completa, in ragione di quanto si rileverà *infra*, nel n. 5, in punto di creditori «retrocedibili») – la circostanza che entrambe le liquidazioni abbiano deciso di omettere *in toto* la comunicazione personalizzata a ciascun creditore delle «somme risultanti a credito di ciascuno secondo le scritture e i documenti della banca», così come dispone la norma dell'art. 86 comma 1 TUB. E che non diversamente abbiano fatto con i «titolari di diritti reali sugli strumenti finanziari relativi ai servizi previsti» dal TUF, di cui discorre il comma 2 dell'art. 86 (sulla posizione di questi ultimi – all'apparenza negletta – v., peraltro, anche *infra*, il n. 3).

Niente di determinante qui, è chiaro: la comunicazione non viene a incidere sul termine di cui all'art. 86, comma 5; né discrimina in qualche modo tra soggetti che l'hanno ricevuta e soggetti a cui non è stata invece inviata. Tuttavia, l'indicazione delle «somme risultanti a credito di ciascuno secondo le scritture e i documenti della banca» – secondo quanto prescrive la formula normativa della chiusa del comma 1 dell'art. 86 – non è che sia cosa di per sé stessa inutile o priva di significato. In realtà, essa persegue lo scopo di «dare una mano» ai creditori nella presentazione delle loro domande; e pure di dare un minimo di ordine, di indirizzo di massima (in senso latissimo), al procedimento di verifica del passivo nel suo complesso.

D'altro canto, il segnalato agire dei commissari non sembra potersi inscrivere nella cornice disciplinare dell'art. 86, comma 2-*bis* TUB, che regola l'ipotesi di «procedure prive di risorse liquide o con risorse insufficienti» (*ex art. 92-bis* TUB), stabilendo che la comunicazione dell'inserimento nello stato passivo possa pure avvenire «per singole categorie di aventi diritto, mediante pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana e in uno o più quotidiani a diffusione nazionale o locale di un avviso contenente l'invito a consultare l'elenco provvisorio degli ammessi al passivo».

Difatti, pure al di là del rilievo per cui non risulta agli atti della procedura – quanto meno, non risulta ancora – alcuna presa d'atto

dell'insufficienza dell'attivo, che in effetti dipenderà da variabili numerose e diverse (a partire dalla reale misura di «deterioramento» dei crediti ceduti alla SGA e, prima ancora, dall'effettiva esistenza giuridica dei crediti stessi, in particolare di quelli contestati)², la circostanza che ci si trovi fuori da quest'opzione procedimentale è testimoniata proprio dalla mancata pubblicazione dell'«elenco provvisorio degli ammessi al passivo».

2. L'art. 2 comma 2 legge n. 121/2017 come fenomeno «straordinario» di liberazione del debitore

2.1.- Nel contesto dei comunicati in discorso, particolare risalto viene assegnato alla norma del comma 2 dell'art. 2; riportato per intero, il testo è reso in carattere grassetto e, altresì, in sottolineato. Trasparente è l'avviso dell'enfasi: rimarcare l'importanza operativa della norma, se tradisce la preoccupazione di ricevere un alto numero di richieste di insinuazione «sbagliate», nel contempo tende a contenere l'effettivo ricorrere di una simile eventualità.

L'intento è lodevole, non c'è dubbio. Si può dubitare, tuttavia, della sufficienza di questo testo normativo a risolvere ogni questione in punto di definizione degli aventi diritto all'insinuazione. A nostro avviso, la norma, più che risolvere problemi, forse qualcuno lo crea. All'analisi della disposizione del comma 2 dell'art. 2 sono, di conseguenza, dedicate le brevi osservazioni che compongono il presente scritto.

2.2.- Della versione vigente di questa norma la prima cosa – a colpire l'attenzione dell'operatore tecnico – è che la stessa parla di «crediti (non) ceduti» (decisamente migliore l'espressione adottata dal

² Dando seguito all'istanza di accertamento dello stato d'insolvenza della Procura della Repubblica di Treviso del 9 gennaio 2018, in data 18 gennaio 2018 il Tribunale di Treviso, Seconda Sezione Civile, ha fissato l'udienza per la comparizione del Pubblico Ministero nonché delle parti destinatarie della convocazione (Banca d'Italia, i cessati rappresentanti legali di Veneto Banca, i Commissari Liquidatori, i Ministro dell'Economia e delle Finanze) al giorno 23 marzo ai fini dell'accertamento dei presupposti per la dichiarazione dello stato di insolvenza ex art. 202 l.f. e 82 TUB. Nel provvedimento del Tribunale è richiesta la presentazione di una lista dei creditori, che però, ovviamente, non assume alcun rilievo all'interno del procedimento di accertamento dello stato passivo.

decreto originario, che facendo riferimento ai «creditori», poneva almeno l'accento sul soggetto che va a presentare la domanda di insinuazione). Si tratta di una scelta lessicale alquanto singolare, a noi pare, posto che la materia a cui viene riferita esprime non attività, bensì passività relative al pregresso esercizio dell'attività di impresa da parte delle banche ora in liquidazione.

Ovviamente, il significato di base della disposizione è quello di indicare che i creditori delle banche venete, che sono stati «ceduti» alla banca cessionaria, restano esclusi dal passivo fallimentare di quelle. Col che, peraltro, dal piano della mera formula linguistica ci si volge verso quello della sostanza concettuale. Perché il fenomeno, che resta qui sotteso al termine «cessione», è quello della modificazione soggettiva del rapporto obbligatorio, con liberazione del debitore originario (non permanendo residui spazi vitali del credito verso le banche venete, ci sembra, per chi viene escluso dal concorso al riparto dell'eventuale attivo patrimoniale). Liberazione che – in un sistema come il nostro, per sé contrario all'idea di trapassi automatici dei debiti – secondo i principi suppone la necessaria adesione del creditore.

In via emblematica si veda, così, la norma dell'art. 1273, comma 1 e 2 cod. civ. Ma prima di tutto si veda, in ragione appunto della materia che qui è specificamente in esame, la regola dettata dall'art. 2560 comma 1, cod. civ. Alla quale appare, di conseguenza, derogare – per la specie delle banche venete – la norma dell'art. 2 comma 2: che per quest'aspetto, mostra dunque un primario significato di natura sostanziale (che solo viene manifestato, per così dire, sul piano obliquo della disciplina concorsuale di accertamento del passivo).

2.3. Per chiudere il cenno al profilo dommatico del tema (in una vicenda come quella della liquidazione delle banche venete, comunque destinato, va da sé, a rimanere confinato sui margini), va infine rilevato come sia senz'altro da respingere – *a priori*, viene proprio da dire – ogni eventuale ipotesi di ipotizzare la disciplina in questione (di cessione con liberazione del debitore cedente) come sponda per assumere, o formare, dei microsistemi alternativi. Si tratta, invero, di una norma del tutto eccezionale, frutto di una legislazione di natura solo emergenziale.

In effetti, la norma dell'art. 2 comma 2 si iscrive nel complesso di un testo normativo (quello appunto della legge n. 121/2017) che, se

nella forma dichiara di richiamarsi al paradigma normativo della liquidazione coatta amministrativa delle banche, nella sostanza sembra tuttavia connotarsi per gli allontanamenti e scarti che dal relativo schema generale esso viene a presentare (a partire, per quanto più prossimo al tema qui specificamente in oggetto, dalla congiunta deroga all'art. 58, comma 5, e all'art. 90, comma 2, TUB di cui all'art. 3, comma 1). Al punto, in verità, che viene da chiedersi se il legame della disciplina liquidatoria delle banche venete con il genere della liquidazione coatta delle banche sia, in definitiva, qualcosa di più di una semplice etichetta giustapposta.

Naturalmente, non è questa la sede adatta per affrontare il tema – decisamente complesso – dell'identità tecnico-strutturale della figura delineata dalla legge n. 121/2017. Per i modesti fini della presente indagine sembrano sufficienti, in realtà, due brevissime osservazioni, entrambe fermate sulla cessione che viene ivi prevista.

La prima è che quest'ultima, seppur certamente riconducibile al genere degli atti dispositivi, non sembra appartenere alla categoria delle cessioni liquidatorie (in quanto tali destinante a tradurre il valore del compendio aziendale in denaro, con conseguente distribuzione del relativo ricavato ai creditori): il distacco dalla comune liquidazione coatta delle banche è proprio di sostanza, insomma.

L'altra è che l'idea disciplinare del legislatore storico pare propriamente essere quella di tenere compiutamente separati tra loro (reciprocamente «segregati») debiti lasciati al cedente e debiti trasmessi al cessionario (quali quelli, per dire, da depositi bancari): si può tuttavia dubitare, a noi pare, che tale soggettiva intenzione si sia poi realizzata sino in fondo (v. *infra*).

3. Gli aventi «diritto alla restituzione degli strumenti finanziari» relativi alla prestazione di servizi d'investimento

3.1.- La disciplina generale della liquidazione coatta delle banche si occupa distintamente, nella disposizione dell'art. 86 comma 5 TUB, dei «clienti aventi diritto alla restituzione degli strumenti finanziari relativi ai servizi previsti dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58». Secondo tale norma, questi clienti «sono iscritti in apposita e separata sezione dello stato passivo».

Come si comprende, la natura della pretesa avanzata dai clienti nei confronti della procedura non è costituita da un credito pecuniario, quanto piuttosto da una posizione attiva del cliente che sotto il profilo tecnico si qualifica in termini restitutori. È dunque evidente che la sponda normativa generale di riferimento della disciplina di insinuazione al passivo è quella costituita dall'art. 103 legge fall., in materia di «domande di rivendica e restituzione» rivolte nei confronti della procedura fallimentare. Tale accostamento dovrebbe fugare ogni dubbio, poi, sulla proponibilità, nei confronti della liquidazione coatta, non solo di azioni di restituzione, ma anche delle domande di rivendica.

Fermato il richiamo normativo, il riferimento a una «apposita e separata sezione dello stato passivo» si spiega allora, e piuttosto agevolmente, in virtù della differente natura della pretesa che viene esercitata. Per il cliente si tratta, infatti, di ottenere la materiale disponibilità di beni di sua proprietà: mai usciti dalla propria sfera patrimoniale, essi si trovano affidati all'ente in liquidazione in virtù di un rapporto contrattuale (quello della prestazione di servizi di investimento ai sensi dell'art. 1, comma 5, TUF) che, ove non già cessato, non può proseguire in capo alla procedura concorsuale³.

Ciò posto in linea generale, si tratta adesso di scendere allo specifico della liquidazione delle banche venete. È da chiedersi, in particolare, in che modo vada intesa la norma dell'art. 2, comma 2, là

³ E infatti, se è vero che il decreto legge 99/2017 stabilisce la possibilità che il MEF disponga «la continuazione, ove necessario, dell'esercizio dell'impresa o di determinati rami di attività», facoltà che il Ministero ha nei fatti esercitato, è pure sicuro che questa è concessa «per il tempo tecnico necessario ad attuare le cessioni previste» dal medesimo decreto.

Ad ogni modo, l'inevitabilità dello scioglimento dei contratti di prestazione dei servizi di investimento resta sancita dalla revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, che è conseguita al provvedimento di revoca della licenza bancaria ad opera della Banca Centrale Europea, emesso in data 19 luglio 2017.

Apprendiamo tuttavia dalle dichiarazioni rese dal Commissario Liquidatore della Banca Popolare di Vicenza, dott. Fabrizio Viola, in sede di assunzione di informazioni (*ex art. 362 c.p.p.*) da parte della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Vicenza in data 20 dicembre 2017, che «la Banca d'Italia ha concesso la autorizzazione provvisoria allo svolgimento della attività bancaria» (pagina 4 del relativo verbale).

dove il suo testo sembrerebbe limitare ai soli creditori (poi, «non ceduti») l'accesso allo stato passivo degli enti in liquidazione.

3.2.- La soluzione all'interrogativo così posto deve muovere, a noi pare, dalla distinzione tra due gruppi di fattispecie, la cui sorte appare segnata da una sostanziale differenza.

In particolare, da un lato vi sono i rapporti contrattuali ancora in essere al momento della messa in liquidazione della società; dall'altro, quelli che alla medesima data erano già cessati nella loro efficacia, senza che però l'intermediario abbia ancora adempiuto l'obbligazione di restituzione degli strumenti: e cioè, se si preferisce richiamarsi a una terminologia oramai classica, i rapporti «chiusi», ma non «esauriti».

Con riferimento a questi ultimi, è davvero scontato osservare che, se del rapporto residua la sola pretesa restitutoria o rivendicatoria, allora questa non potrà che essere fatta valere nei confronti del soggetto che si trova nella disponibilità materiale degli strumenti: la procedura, per l'appunto⁴.

All'opposto, la sorte dei rapporti relativi a servizi di investimento ancora in essere sembra essere quella del loro integrale trasferimento in capo al cessionario dell'azienda senza soluzione di continuità. In effetti, si tratta di contratti aziendali in senso proprio, poiché strumentali di esercizio dell'attività d'impresa. La circostanza del loro integrale trasferimento pare del resto confermata dallo stesso contratto di cessione, che espressamente include tra i rapporti ceduti tutti i contratti di custodia ed amministrazione titoli.

In un simile contesto, la fisiologia della prosecuzione del rapporto in capo al nuovo prestatore del servizio d'investimento è quella per cui il cessionario riceva dalla procedura gli strumenti su cui il rapporto insiste (quelli, cioè, affidati alla custodia dell'intermediario in dissesto). Sembra pure sicuro che l'ottenimento del possesso dei titoli

⁴ Non si comprenderebbe, del resto, perché la procedura dovrebbe consegnare tali strumenti al cessionario o a terzi. Peraltro, di fronte a una simile eventualità dovrebbe applicarsi l'art. 103 l.f. («se il bene non è stato acquisito all'attivo della procedura, il titolare del diritto, anche nel corso dell'udienza di cui all'articolo 95, può modificare l'originaria domanda e chiedere l'ammissione al passivo del controvalore del bene alla data di apertura del concorso. Se il curatore perde il possesso della cosa dopo averla acquisita, il titolare del diritto può chiedere che il controvalore del bene sia corrisposto in prededuzione»).

relativi ai rapporti di prestazione di servizi di investimento a sé trasferiti costituisce un preciso obbligo in capo all'intermediario: sicché un'ipotetica inerzia costituirebbe di per sé inadempimento alle obbligazioni assunte *ex contractu*.

L'enucleato obbligo del cessionario nemmeno sembra destinato a cessare per l'ipotesi della cessazione del rapporto in costanza della procedura. L'assunto appare evidente in quelle ipotesi in cui sia accertato il previo affidamento degli strumenti al cessionario (così, la contabilizzazione dei medesimi sul nuovo conto di deposito titoli in essere tra cliente e cessionario). Ma nemmeno nel diverso caso di uno scioglimento anteriore all'affidamento degli strumenti, si potrebbe tenere il cessionario del tutto estraneo alla vicenda: ché se è vero che lo scioglimento del rapporto identifica nel terzo possessore – qui, la procedura – il legittimato passivo dell'azione restitutoria o rivendicatoria (e qui la tardività dell'insinuazione sarebbe certo non imputabile), è pure sicuro che sul cessionario, in quanto ultima controparte di quel rapporto, incombeva l'obbligo di procurarsi gli strumenti finanziari.

4. *I creditori «non ceduti» con responsabilità del cessionario*

4.1.- Non è dubbio che nell'ambito dei soggetti legittimati a proporre insinuazione nel passivo delle «banche venete» siano da ricomprendere i creditori fatti oggetto di attenzione dalla norma dell'art. 3, comma 1, lett. b) legge n. 121/2017: quelli per l'appunto corrispondenti ai «debiti delle [banche venete] nei confronti dei [loro] azionisti e obbligazioni subordinati», in quanto «derivanti dalle operazione di commercializzazione di azioni o di obbligazioni delle banche [medesime] o dalla violazione della normativa sulle prestazione di servizi di investimento» su tali titoli.

Questo punto sembra andare decisamente *de plano*, per così dire. Non sembra inopportuna, peraltro, l'esplicitazione di una piccola serie di note a margine dello svolto assunto.

4.2.1. In un commento a caldo della normativa relativa alla liquidazione delle banche venete abbiamo avanzato l'idea che, pur essendo rinvenibile nel decreto (come poi convertito), e in particolare del suo art. 3, la volontà (del legislatore storico) di sottrarre il

cessionario alla responsabilità per qualsiasi debito non volontariamente assunto, è assai dubbio che un simile meccanismo sia stato effettivamente realizzato dal detto impianto normativo⁵.

Secondo quanto abbiamo sostenuto, infatti, l'art. 3, comma 1, non può essere inteso nel senso della effettiva sottrazione del cessionario alla garanzia per i debiti aziendali sorti nei confronti del cedente, se non al costo – non consentito, ove sia possibile dare corso a una interpretazione alternativa – di acclararne il contrasto coi dati normativi costituzionali⁶. Questo, a partire dall'ingiustificata disparità di trattamento che esso viene a indurre tra distinte categorie di creditori, là dove sottrae alla realistica prospettiva di ottenere la soddisfazione del proprio credito solo taluni soggetti che vantino pretese creditorie, di stampo risarcitorio o restitutorio, connesse con la violazione della normativa di legge in materia di prestazione di servizi di investimento: in via specifica e immediata, quelli che hanno investito su titoli emessi dalle banche stesse, rispetto ai clienti con rapporti relativi ad altri titoli.

Il discorso, invero, va ancor più nel profondo. È infatti a nostro avviso insuperabile – come dato metodologico – la necessità che l'intero corpo normativo contenuto nella legge 121/2017 vada letto in conformità alla norma dell'art. 47 Cost., alla luce della quale occorre svolgere il (faticoso) tentativo di giustificare, prima nel suo complesso e quindi nelle sue singole parti, la disciplina di diritto singolare predisposta dalla legge 121/2017.

In effetti, le criticità che sul punto emergono, oltre a essere acute assai, sono anche diversificate, sotto distinti profili. Si manifesta fortemente dubbia la legittimità di una distinzione manichea, che il decreto intende produrre (a qualcuno tutto, ad altri niente), tra crediti da deposito a vista – a cui nella specie si aggiungono quelli vincolati,

⁵ DOLMETTA e MALVAGNA, «Banche venete» e problemi civilistici di lettura costituzionale del decreto legge n. 99/2017, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 15, 2017.

⁶ Sui profili di incostituzionalità del decreto (e della relativa legge di conversione) si concentrano, sotto angoli visuali anche diversi da quelli evidenziati nello scritto sopra citato, pure gli scritti di URBANI, *La cessione ex lege n. 121/2017 e la posizione degli azionisti delle due «banche venete» poste in liquidazione coatta amministrativa*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, suppl. 3, 201 ss.; e di VACCARI, *Lca delle banche venete e principio di tutela giurisdizionale effettiva*, pubblicata su Dirittobancario.it.

così come la raccolta indiretta (le obbligazioni ordinarie)⁷, e crediti da inadempimento della disciplina imperativa in materia di servizi finanziari. Come se la disciplina di tutela del cliente fosse un mero incidente esterno rispetto all'esercizio dell'attività finanziaria; e le posizioni obbligatorie conseguenti alla loro violazione non più che un fastidioso intralcio all'ordinata gestione del dissesto di un ente creditizio. Al postutto, c'è comunque misura e misura per differenziare.

Ma emerge altresì – secondo un terzo livello di lettura e valutazione della norma (in cui i primi due sono, per l'appunto, quello del rapporto tra gli investitori, e quello del rapporto tra gli investitori e i depositanti) – il problema dell'impatto prospettico di disincentivazione del risparmio, che un simile *modus operandi* viene strutturalmente a generare⁸: i soggetti colpiti non sono solo gli investitori già «traditi», bensì anche – e soprattutto – *gli investitori del futuro*.

4.2.2. Per le ragioni dette, è sembrato a noi che l'esclusione dalla cessione, evocata dalla detta normativa di legge, debba essere intesa – alla stregua del complessivo contesto normativo in cui si trova inclusa – come limitata, appunto, al fenomeno della cessione di date passività nei rapporti interni tra le controparti dell'atto di alienazione;

⁷ Distinzione che rende riferibili ai primi una funzione di disponibilità in senso proprio (e quindi la loro natura di «moneta bancaria»), e ai secondi una funzione di accantonamento-investimento.

⁸ Sul punto, v. in specie la relazione di DOLMETTA, *La cessione dell'azienda bancaria: problemi di legittimità costituzionale*, al convegno «Gli aiuti di Stato alle banche in crisi», Università di Siena, 26 gennaio 2018: «la filosofia che sta dietro la normativa, che è stata appositamente scritta per la cessione delle banche venete, appare in contrasto, prima di ogni altra cosa, con l'input costituzionale relativo all'investimento di ordine finanziario dei risparmi. Lungi dall'«incoraggiare» questa finalizzazione del risparmio, come vorrebbe la disposizione dell'art. 47 comma 1, tale normativa viene a «scoraggiarla» in modo evidente. A ben vedere, anzi, la stessa sembra possedere una spinta degenerativa della finalizzazione del risparmio negli investimenti. Ché, nella considerazione propria del plesso costituzionale (art. 47 comma 2), l'investimento immobiliare riceve dignità pari a quella dell'investimento in attività finanziarie solo quando risulta inteso all'acquisizione della «proprietà dell'abitazione», e cioè nel limite della c.d. «prima casa» (in segnata ragione del rilievo primario che il sostegno finanziario delle attività produttive ha per un paese come l'Italia)».

impregiudicata, così, la garanzia del cessionario fondata dall'art. 2560, comma 2, cod. civ.

È significativo segnalare, d'altra parte, che sul piano del diritto applicato lo svolgimento operativo di questa idea sembrerebbe trovare seguito nei primi interventi giurisprudenziali⁹. Per quanto si tratti – il punto va messo in adeguata evidenza – solo di provvedimenti provvisori, *i.e.* non decisorio e come tali soggetti a un possibile futuro mutamento.

4.2.3. Tanto posto, si può qui osservare, in via ulteriore, che verso questa conclusione conduce altresì lo sviluppo di un approccio al testo normativo di stampo strettamente disciplinare. E infatti, anche ad abbandonare il piano dei valori, per limitarsi a quello di una lettura sistematica interna al decreto (se non solo esegetica), è interessante rilevare la stesura dei commi 6 e 7 dell'articolo 4.

I detti commi dispongono, rispettivamente, che «alle restituzioni e retrocessioni di cui ai commi 4 e 5 si applica l'articolo 3, comma 2»; e che «nel caso di restituzioni e retrocessioni di cui al comma 4, così come nel caso di restituzioni al soggetto in liquidazione in forza di condizioni risolutive della cessione pattuite nel contratto, il soggetto in liquidazione risponde dei debiti e delle passività restituiti o retrocessi, con piena liberazione del cessionario retrocedente anche nei confronti dei creditori e dei terzi».

A una lettura preorientata sull'esclusione del cessionario della responsabilità, il comma 7 non può non risultare privo di significato

⁹ Il riferimento corre, segnatamente: alla sentenza del Tribunale di Vicenza, 14 marzo 2018 (reperibile su [Dirittobancario.it](#)), in cui la chiamata in causa del cessionario in un giudizio avente per oggetto l'illegittimo collocamento di azioni proprie da parte di Veneto Banca; al provvedimento dell'ufficio del GUP del Tribunale di Roma, 26 gennaio 2018 (reperibile su [Dirittobancario.it](#)), in cui la chiamata del cessionario come responsabile civile nel reato commesso dagli amministratori della cedente.

Ritiene invece di evitare la prospettiva di una tensione incostituzionale del decreto il provvedimento dell'ufficio del GIP del Tribunale di Vicenza, dell'8 febbraio 2018 (reperibile su [Dirittobancario.it](#)), la cui chicane non appare peraltro convincente (cfr. i rilievi critici svolti *infra*, n. 6). Per quanto qui rileva, è da notare comunque che il ragionamento ivi proposto mostra di fare comunque applicazione dell'art. 2560, comma 2, cod. civ.

autonomo: meramente ripetitivo, in particolare, del disposto del comma 6.

Si deve però muovere dall'idea guida che le norme siano utili, nel senso cioè di essere provviste un significato (tanto più quando la normativa si intende porre al di fuori di ogni orizzonte sistematico: cfr. *supra*, n. 2). Tanto posto, ci sembra allora ragionevole assumere che l'aggiunta del comma 7, il quale espressamente parla di liberazione del retrocedente «anche nei confronti dei creditori e dei terzi» postuli l'inefficienza, a questo fine, dell'art. 3, comma 2 (a sua volta richiamato dal comma 6), là dove si prevede che «il cessionario risponde solo dei debiti ricompresi nel perimetro della cessione ai sensi del comma 1» (quest'ultima disposizione scende così al livello di norma ripetitiva della stringa di «esclusi[one] dalla cessione» contenuta nell'art. 3, comma 1).

4.3. Tutto ciò posto, è bene precisare allora che l'assunta sussistenza di una responsabilità del cessionario nei confronti dei ridetti creditori non fa di sicuro sortire questi ultimi dal novero dei «crediti non ceduti». Il fenomeno sopra richiamato è strutturalmente diverso.

La responsabilità, che la legge addossa al cessionario ex art. 2560 cod. civ., non incide infatti sulla titolarità delle posizioni sostanziali (e finali) del rapporto obbligatorio. Si tratta infatti di una mera responsabilità aggiuntiva per debito altrui: solo conformata (anche in termini disciplinari, peraltro) sui termini propri del debito che nel concreto risulta gravare sul cedente dell'azienda.

Ancora altro discorso è quello inerente ai riflessi che su questo complesso fenomeno debbono ritenersi connessi all'effettiva presentazione di una domanda di insinuazione al passivo da parte di un creditore appartenente alla serie in discorso o, all'opposto, alla mancata presentazione della stessa. Ma su questi profili, nella specie indubbiamente di primaria importanza, ci soffermeremo negli ultimi paragrafi del presente lavoro (nn. 8-9).

5. *Il problema dei creditori «retrocedibili»*

5.1. Oltre ai creditori «non ceduti», possono presentare domanda di insinuazione al passivo pure i creditori «retrocessi» ai sensi dell'art. 4

comma 4, legge n. 121/2017. Nel suo insieme, il tema non manca di sollevare un problema importante e, in sé stesso, spinoso: quello, in specie, dei creditori «retrocedibili».

Il fatto è questo. Il testo della norma dell'art 4, comma 4, se collega il potere di retrocessione del cessionario all'«esito della *due diligence*», pure viene a concedere l'esercizio del medesimo «entro il termine e alle condizioni definiti» dai decreti del MEF (a loro volta previsti nell'art. 2, comma 1). Peraltro, il testo di questi decreti, che – per quanto non pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale – circola pubblicamente su internet, non fa proprio menzione né di condizioni, né di termini di esercizio del potere in discorso (o, perlomeno, così noi ne abbiamo inteso il tenore: cfr. sopra, nel n. 1.2., testo e nota 1)¹⁰.

Sembrerebbe allora spalancarsi un baratro di retrocessioni potenzialmente infinite, a dipanarsi reiterate lungo il corso dell'intera procedura di liquidazione delle banche in questione e dopo ancora (sino a giungere al paradosso estremo: retrocedere per non pagare).

5.2. A noi non sembra, tuttavia, che le cose possano realmente stare in questi termini. Non ci sembra pensabile, in particolare, che il ridetto potere di retrocessione sia privo di limiti temporali ovvero, e meglio, che lo stesso non sia delimitato da un confine ragionevole: se non altro perché gli effetti negativi del relativo esercizio vanno aumentando, per i creditori che li subiscono, con il crescere del tempo (nei confronti della liquidazione cedente, ferma comunque restando l'applicazione della già richiamata norma dell'art. 4 comma 7, legge n. 121/2017 quanto alla loro posizione rispetto al cessionario).

Ci pare pertanto sia fortemente da valorizzare – nel contesto normativo dell'art. 4, comma 4 – il legame, che vi viene espresso, tra svolgimento della *due diligence* ed esercizio del potere di retrocessione; nel senso di chiudere il secondo sulla conclusione del primo: che è anche un modo, a dire il vero, di razionalizzare almeno in parte una norma in sé stessa alquanto singolare. Se il compimento della *due diligence* consuma il potere di retrocedere – si può dunque così ragionare –, la mancata previsione di un termine *ad hoc* nei

¹⁰ In realtà, a quanto pare di capire, la definizione dei «termini» e delle «condizioni» della retrocessione è stata operata con il decreto MEF 25 giugno 2017, n. 187, del cui contenuto, come già detto, non abbiamo contezza.

decreti del MEF non apre la porta all'indeterminato, ma casomai circoscrive la misura del tempo concesso al cessionario per il relativo esercizio.

Del resto, nei comunicati di febbraio i commissari liquidatori hanno espressamente riscontrato che la *due diligence* prevista dall'art. 4 comma 4 «ha avuto termine»; e tale riscontro si pone a chiusura dell'annuncio del 17 ottobre scorso, in cui essi avevano dichiarato che «il procedimento di accertamento del passivo avrà inizio dopo il completamento della *due diligence* finalizzata a individuare il perimetro dei creditori tenuti a partecipare al concorso». Nella rincresciuta constatazione che i commissari non hanno inteso affrontare *expressis verbis* la questione, ci pare comunque sensato leggere nelle riportate formule l'avviso dell'inammissibilità di retrocessioni successive alla chiusura del termine per la presentazione delle domande di insinuazione al passivo che gli stessi liquidatori sono venuti a fissare (al 23 aprile, si è già detto).

5.3.- A tutt'oggi non abbiamo notizie *sicure* di avvenuti esercizi del potere di retrocessione di debiti¹¹. Non ci sentiamo di escludere, tuttavia, l'eventualità che, nei fatti, delle retrocessioni ci siano state¹². Il presente ci pare, in definitiva, connotato dall'incertezza.

¹¹ Diversamente dalle retrocessioni dei crediti (deteriorati).

¹² Non ben comprensibile appare, al riguardo, il contenuto delle notizie di cessione pubblicate il 31 gennaio 2018 sul sito della Banca d'Italia (anche a prescindere dal fatto che le retrocedenti sono controllate del cessionario): «Banca Apulia S.p.A. Addendum al Contratto di cessione di crediti deteriorati e partecipazioni. In data 19 gennaio 2018 Banca Apulia S.p.A. ha ceduto a Veneto Banca S.p.A., in liquidazione coatta amministrativa, talune attività, passività e rapporti che sono risultati essere esclusi dal compendio trasferito a Intesa Sanpaolo S.p.A. in esito all'attività di due diligence prevista dal D.L. n. 99 del 25 giugno 2017, recante “Disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A.”, e dal contratto del 26 giugno 2017 per la cessione di attività, passività e rapporti giuridici di Veneto Banca S.p.A., in liquidazione coatta amministrativa. Della predetta cessione di crediti deteriorati e partecipazioni si dà notizia ai sensi e per gli effetti dell'art. 3, comma 2, e dell'art. 4, comma 4, lettera b), e comma 6, del citato D.L. n. 99/2017»; «Banca Nuova S.p.A. Addendum al Contratto di cessione di crediti deteriorati. In data 19 gennaio 2018 Banca Nuova S.p.A. ha ceduto a Banca Popolare di Vicenza S.p.A., in liquidazione coatta amministrativa, talune attività, passività e rapporti che sono risultati essere esclusi dal compendio trasferito a Intesa Sanpaolo S.p.A. in esito all'attività di due diligence prevista dal D.L. n. 99 del 25 giugno 2017, recante

Per i soggetti potenzialmente interessati all'insinuazione nel passivo delle banche venete (che sono decisamente tanti), si tratta all'evidenza di una situazione assai grave. Ci sembrerebbe perciò conforme (se non altro) a correttezza che i commissari liquidatori vengano a comunicare – prontamente e con modalità atte a raggiungere effettivamente gli interessati – ogni eventuale esercizio da parte del cessionario del suo potere di retrocessione. Nell'oggi, in effetti, l'ignoranza dello stesso si configura come circostanza non imputabile.

6. Il rapporto tra legge e contratto ai fini dell'accertamento del passivo, alla luce dell'art. 2 comma 2 legge n. 121/2017

Un cenno di chiarimento può rendersi utile anche a proposito dei rapporti correnti – in relazione all'individuazione degli aventi diritto all'insinuazione – tra la previsione legislativa della cessione di azienda e il negozio di cessione, che nella realtà effettuale è stato concretamente posto in essere.

L'opportunità di un simile cenno risulta propriamente sottolineata, del resto, da un'osservazione svolta da un recente provvedimento giudiziario¹³, secondo cui l'«atto normativo rappresenta» solo «il presupposto del contratto di cessione»: nel senso che lo stesso risulta «volto a indirizzare e delimitare i poteri dei commissari liquidatori e a fornire garanzie al cessionario».

In sé, l'osservazione si manifesta non poco ambigua, nella misura in cui sembrerebbe avvallare letture intese a disancorare il negozio di cessione dalla legge n. 121/2017, a dargli una vita autonoma (lo stessa incostituzionalità di tale legge – così afferma il provvedimento – «giammai determinerebbe la perdita di efficacia dell'accordo, il quale rimarrebbe valido e produttivo dei suoi effetti giuridici»: in realtà, un'eventuale dichiarazione di incostituzionalità della detta legge

“Disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A.”, e dal contratto del 26 giugno 2017 per la cessione di attività, passività e rapporti giuridici di Banca Popolare di Vicenza S.p.A., in liquidazione coatta amministrativa. Della predetta cessione di crediti deteriorati e partecipazioni si dà notizia ai sensi e per gli effetti dell'art. 3, comma 2, e dell'art. 4, comma 4, lettera b), e comma 6, del citato D.L. n. 99/2017».

¹³ Si tratta del già citato provvedimento del GIP Vicenza dell'8 febbraio 2018.

toglierebbe ogni fondamento e base al negozio, non foss'altro per la devianza di questo dalle regole del sistema).

È bene dunque precisare che la legge n. 121/2017 (naturalmente, come letta alla luce e nel conforto dei principi costituzionali e subcostituzionali) governa direttamente il negozio di cessione. Persino il tenore testuale della disposizione dell'art. comma 2, viene a riferire la discriminazione tra crediti ceduti e crediti non ceduti alla legge («crediti non ceduti ai sensi dell'articolo 3, retrocessi ai sensi dell'art. 4 o sorti dopo l'avvio della procedura»), e non già al contratto di cessione.

Dal che consegue, senza possibili incertezze sul punto, l'inidoneità del contratto di cessione a produrre scostamenti in ordine al perimetro dei legittimati all'insinuazione, in deroga all'art. 3, comma 1, lett. *b)* e *c)*: la sua inefficienza, cioè, nel senso di incidere sui termini delle posizioni per sé rientranti tra i legittimati all'insinuazione. Del resto, l'impossibilità di attribuire al contratto un effetto superiore a quello di una legge che pure si dichiara come ad applicazione vincolata («restano *in ogni caso* esclusi») – ovvero pure una forza effettuale indipendente dalle leggi –, è assicurata dal principio istituzionale di gerarchia tra legge e autonomia privata¹⁴.

Resta ancora da svolgere una piccola nota a margine del tema svolto, che viene a riprendere la sostanza di quanto già osservato poco sopra (cfr. la chiusura del precedente numero 5). L'intera operazione di cessione, nelle sue varie componenti, è connotata da difficilissima conoscibilità degli atti stessi: se non già dello stesso loro compimento, comunque del contenuto dei medesimi (a livello di interpretazione, prima di tutto il resto).

In questo contesto, la comprensione del contenuto effettivo dell'atto di cessione¹⁵ frappono alla generalità degli interessati tanti e

¹⁴ È appena il caso di sottolineare, a tal riguardo, che la prosecuzione dei contratti in capo al cessionario, e la correlativa esclusione dall'accertamento del passivo, possono operare solo per l'intero contratto, con l'esclusione dell'ammissibilità della frammentazione del rapporto.

¹⁵ Da un lato, il contratto è organizzato per categorie di rapporti generali, se non proprio di genere; esso dall'altro, si dichiara come meramente «esecutivo» di altri rapporti, pubblicamente non conosciuti né conoscibili [cfr. il preambolo dell'atto di cessione (che abbiamo compulsato mediante un accesso al CERVED), che fa «avvertenza che il presente Contratto costituisce esecuzione di accordi già intercorsi, e non ha efficacia novativa rispetto ad alcuna delle pregresse pattuizioni, le quali, a

tali difficoltà da rendere oggettivamente non proponibile, né in ogni caso commendevole, l'eventuale idea che a tali atti venga fatto diretto e immediato riferimento, (anche) ai fini dell'applicazione dell'art. 2, comma 2. In breve: non ci sembra che il contenuto di questi atti possa essere tranquillamente osteso ai terzi.

7. Le passività «controverse» ex art. 3 comma 1 lett. c), legge n. 121/2017

7.1. Per potere presentare domanda di insinuazione al passivo, occorre che il titolo del credito vantato sia anteriore alla messa in liquidazione delle «banche venete», come pure alla cessione delle relative aziende (la sostanziale contestualità dei due accadimenti dovrebbe comunque evitare il sorgere di problemi in proposito). Naturalmente, l'onere di questa prova sta a carico di chi chiede l'insinuazione.

Dal combinato disposto dell'art. 3 comma 1 lett. c) e dell'art. 2, comma 2, legge n. 121/2017 emerge, peraltro, che l'anteriorità del titolo non è condizione sufficiente per la partecipazione al concorso. È necessario, altresì, che – prima della cessione in discorso – il richiedente non abbia avviato una «controversia» circa l'an e/o il *quantum* del proprio diritto.

All'evidenza, si tratta di una condizione di ordine meramente negativo. Come dev'essere gestita?

A nostro avviso, occorre distinguere, in proposito, tra onere di allegazione e onere della prova. Per semplicità espositiva conviene rinviare al prossimo paragrafo l'esame del relativo primo punto, limitandosi qui a considerare il punto dell'onere della prova.

Ora, a noi sembra che lo stesso carattere meramente negativo della prova serva a sciogliere l'alternativa tra la riconduzione del requisito in discorso a elemento costitutivo ovvero a elemento impeditivo del diritto all'insinuazione. Di conseguenza sarà cura dei commissari rilevare – nell'ambito della formazione dello stato passivo ex art. 86,

loro volta, non possono dunque intendersi derogate o superate da quanto qui convenuto». Ancora, risulta l'esistenza di atti successivi alla cessione, definiti come «ricognitivi» (anch'essi consultabili mediante accesso al CERVED), che vorrebbero essere intesi a interpretare «autenticamente» il primo atti, e così integrarlo e modificarlo.

commi 6 e 7 – l'inammissibilità della domanda, per essere la controversia sorta prima della messa in liquidazione.

7.2. Nella prospettiva della procedura di liquidazione, un problema applicativo assai importante ai fini operativi è dato dai termini di interpretazione del lemma «controversia» contenuto nel primo comma, lett. c), dell'art. 3, legge 121/2017.

Sul punto, a noi pare si debba adottare una lettura della nozione di controversia particolarmente ampia; e tale da ricomprendere ogni contestazione mossa in forma scritta alla banca (purché documentata per iscritto e sufficientemente determinata nel contenuto) ¹⁶.

Conta, in questo senso, la genericità e atecnicità del termine «controversia», il quale di per sé appare indicare un mero contrasto di interessi: in effetti, se il legislatore avesse voluto indicare «i giudizi pendenti alla data della messa in liquidazione», non avrebbe avuto difficoltà a trovare questi termini. Né può sottovalutarsi il fatto che, nell'impiego legislativo, il ricorso al termine «controversia» è costantemente scelto per differenziarsi dalla nozione di giudizio pendente. Basta pensare, da quest'angolo visuale, alla «mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali» del d.lgs. 28/2010: nel momento in cui una delle due parti propone l'istanza di mediazione, la controversia è già sorta (diversamente, cosa si concilierebbe?). Nel medesimo senso indirizza l'art.128-*bis* TUB, («i soggetti di cui all'articolo 115 aderiscono a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela»).

Il precipitato sostanziale di questo ragionamento è stato accolto da altra dottrina, che è venuta a svolgere un percorso diverso, come inteso ad assumere il lemma in questione secondo un'accezione di tratto processuale¹⁷. Nella sostanza, appare comunque confermata – ci pare – l'idoneità di una contestazione articolata e resa per iscritto¹⁸.

¹⁶ DOLMETTA e MALVAGNA, «*Banche venete*», *cit.*, 7 s.

¹⁷ URBANI, *La cessione*, *cit.*, 197 ss., che però va a considerare il tenore dell'atto di cessione, a cui rimette il potere di far discendere l'inclusione di controversie (anche giudiziarie) già in essere alla data della cessione (che sono, alla fine, quelle rientranti nella lett. b) dell'art. 3). Sembra chiaro a noi che – fermo restando quanto osservato in relazione alla responsabilità del cessionario per i debiti non ceduti – sotto il profilo della inclusione o meno di dati crediti nell'accertamento del passivo

Detto questo, occorre altresì segnalare che allo stato manca il riscontro del diritto applicato. Sicché la stessa nozione appare, da quest'angolo visuale, procedere su sabbie particolarmente mobili.

Com'è poi evidente, la parola spetta adesso, almeno per una prima battuta, ai commissari liquidatori. Sembra comunque sicuro che, nel contesto attuale, una simile questione non possa essere risolta dagli stessi in via preventiva (ad esempio, mediante la diffusione di una comunicazione da parte dei medesimi); dovendo piuttosto esprimersi nelle decisioni individue relative a ciascuna singola domanda di insinuazione.

8. Effetti della presentazione e della mancata presentazione della domanda di insinuazione al passivo

8.1. Si tratta adesso, per completare il discorso, di verificare gli effetti della presentazione e della mancata presentazione della domanda di insinuazione; nonché, e distintamente, quelli che conseguono all'adozione di un provvedimento da parte dei commissari, sia esso di ammissione ovvero di esclusione dal passivo.

Quanto al primo profilo, è bene dedicare una separata attenzione alla posizione dei (pretesi) creditori di cui alla lettera *c*), rispetto a quelli della lettera *b*).

L'esigenza di una diversa considerazione dipende, di per sé, dal fatto che la normativa relativa alla cessione devia senz'altro dalla regola base dell'art. 2560, comma 1, cod. civ., mentre una eguale deviazione non avviene – almeno secondo l'interpretazione che a noi pare preferibile – in relazione alla disciplina di cui al comma secondo del medesimo articolo (che appunto è destinato alla responsabilità per debiti altrui del cessionario).

8.2.- Con riferimento alle fattispecie rientranti nella lettera *b*), gli effetti della mancata presentazione della domanda paiono semplici da descrivere. Nei confronti della procedura, si perde la stessa possibilità della partecipazione al concorso; fatta salva l'eventuale sussistenza

una simile lettura si pone in contrasto con il tenore dell'art. 2, comma 2, l. 121/2017 (secondo quanto si è indicato *supra*, n. 6).

¹⁸ Senza che ci sia bisogno, per il sorgere della controversia, di una replica da parte del destinatario della contestazione.

delle condizioni per proporre insinuazione tardiva ai sensi dell'art. 89 TUB.

Specularmente, la presentazione della domanda non produce alcun effetto preclusivo, rispetto alla posizione del creditore nei confronti del cessionario. Il dato normativo da evidenziare e rimarcare, sul punto, è quello (già evocato *supra*, n. 2) costituito dalla deroga espressa all'art. 90, comma 2, TUB che è contenuta nell'art. 3, comma 1, legge 121/2017.

Dal che consegue, per un'esigenza logica di base, l'inidoneità dello stato passivo a limitare la responsabilità del cessionario ai debiti risultanti dallo stato passivo. Disapplicata la regola di concentrazione, l'accertamento dei debiti di cui risponde il cessionario è quindi inevitabilmente rimesso alla cognizione del giudice del singolo rapporto contenzioso (cfr. pure *infra*, n. 9).

Resta da aggiungere che sulla base del diritto vigente la domanda di insinuazione al passivo di per sé non potrebbe essere in alcun modo intesa come implicante alcuna rinuncia ai diritti nei confronti del cessionario, né come integrante un comportamento opportunistico, siccome volto ad acquisire vantaggi non dovuti. Trattandosi di una figura di solidarietà nel debito, è nelle cose che il creditore possa contestualmente esercitare il diritto nei confronti di entrambi gli obbligati in solido (tale essendo l'ipotesi normativa dell'art. 2560, comma 2, cod. civ.)¹⁹. Così come che egli possa percepire da entrambi le somme dovute, «fino a concorrenza quanto ancora dovutogli» (cfr., per il principio, gli artt. 61 s. legge fall.).

8.3.- La vicenda relativa alle posizioni creditorie riconducibili alla lettera c) senz'altro condivide, di quanto si è appena osservato nel n. 8.2, l'assunto relativo agli effetti della mancata presentazione della domanda.

Meno lineare, e di certo più complicata, si manifesta invece la tematica relativa al rapporto tra presentazione della domanda e insinuazione al passivo della liquidazione coatta amministrativa.

In questa fattispecie, proprio in ragione del fatto che non si applica l'art. 2560, comma 1, cod. civ., la presentazione della domanda

¹⁹ Cfr., per tutti, CACCAVALE, *La responsabilità per i debiti dell'azienda ceduta*, Napoli, 2016, *passim*.

sembrerebbe supporre una sorta di «riconoscimento», di natura implicita, del fatto che la controversia non era ancora «sorta» al momento della messa in liquidazione.

Quest'impressione deve essere corretta, a nostro avviso. Secondo i termini che si vengono appunto a delineare.

Prima di ogni altra cosa, va escluso che nella domanda di insinuazione possa leggersi alcuna dichiarazione di natura sostanzialmente confessoria. La circostanza è esclusa, in effetti, già dal rilievo che il fatto che si pretenderebbe confessato costituisce circostanza del tutto esterna alla sfera del dichiarante.

Inoltre, non ci sembrerebbe corretto nemmeno attribuire alla domanda un significato – di sostanza processuale – grosso modo riconducibile al genere dell'acquiescenza: ché ciò significherebbe attribuire al creditore insinuante il rischio dell'apprezzamento qualificativo dei termini contenutistici della normativa sulla cessione (e della conseguente operazione). Del resto, la stessa non chiarezza del termine prescelto dal legislatore depone nel senso di sollevare il creditore dal detto rischio interpretativo e applicativo.

Ad ogni modo, un principio di prudenza rende senz'altro opportuno che, in sede di allegazione della *causa petendi* della domanda, i pretesi creditori abbiano cura di esplicitare che la presentazione della domanda non presuppone alcun riconoscimento, nemmeno implicito, del fatto che non esista alcuna controversia già sorta alla data della cessione, bensì che l'insinuazione manifesta il solo intendimento di ottenere il pagamento, senza alcuna presa di posizione intorno all'esistenza o meno dei relativi presupposti, come comprensiva altresì dell'assenza di fatti impeditivi (che è presa di posizione che non è corretto addossare al creditore, stante il contesto descritto)²⁰.

²⁰ Tutto ciò detto con riferimento all'insinuazione, va pure conclusivamente segnalato che, di fronte all'eventualità dell'ammissione al passivo (sulla base della valutazione, da parte della procedura, che si tratti di controversia non sorta), in punto di partecipazione ai riparti la fattispecie della lett. c) si distingue strutturalmente da quella della lettera b). E infatti, se in quest'ultima categoria si tratta per definizione di esercitare due titoli diversi (secondo la distinzione stipulativa qui assunta: il debito e la responsabilità), di tal che è corretto il richiamo all'art. 61 l.f., nella lettera c) la «cessione» del debito relativo alla controversia sorta prima della cessione comporta, in virtù dell'effetto esdebitatorio provocato dall'art. 2, comma 2, l. 121/2017, l'assunzione del debito da parte del cessionario nei rapporti interni (secondo l'effetto proprio dell'accollo liberatorio). Per l'effetto, l'ammissione alla

9. Effetti dei provvedimenti (di accoglimento o di diniego) dei liquidatori

9.1. Valutati gli effetti direttamente propri della presentazione delle domande di insinuazione, resta ancora da fare cenno dell'impatto che i provvedimenti di accoglimento, ovvero di diniego (per inammissibilità o per altro), delle domande di insinuazione potranno dispiegare nei confronti dei procedimenti civili extraconcorsuali, relativi a passività ascrivibili alle categorie di cui all'art. 3, comma 1, lettere *b)* e *c)*.

Il tema trae spunto dalla nozione, che ha natura propriamente istituzionale, dell'endocorsualità degli accertamenti condotti in sede di formazione dello stato passivo. Dall'applicazione della quale nozione consegue, per l'appunto, la non vincolatività per il giudice civile della valutazione condotta in sede di accertamento del passivo²¹.

Nella specie, la detta non vincolatività si trova ulteriormente confermata da due ulteriori constatazioni. La prima attiene alla natura propriamente amministrativa dei provvedimenti assunti, in un senso o nell'altro, dai commissari liquidatori *ex art.* 86 TUB. L'altra si richiama alla (non meno determinante) circostanza che i giudizi extraconcorsuali verranno a svolgersi tra chi il diritto accampa e il cessionario, che è soggetto che resta del tutto esterno (ancor prima che estraneo) al procedimento di formazione dello stato passivo in discorso (cfr. pure *infra*, n. 9.2.).

Questi rilievi appaiono in sé stessi bastanti con riferimento all'applicazione della lettera *c)* (che si condensa intorno all'interrogativo dell'essere la controversia già «sorta», o meno, alla data della cessione).

Per quanto riguarda i crediti non «ceduti» – nei rapporti interni – di cui alla lettera *b)*, fatti valere nei confronti del cessionario *ex art.*

procedura consente di ottenere il pagamento dal cessionario solo a titolo di responsabilità *ex art.* 2560, comma 2, cod. civ.; diversamente, si tratterebbe di una duplicazione illegittima delle prestazioni, che esporrebbe il creditore a una correlativa eccezione (che è di consistenza puramente sostanziale, e non già dovuta a un contrasto tra giudicati, che nella presente vicenda non può darsi: cfr. *infra*, n. 9).

²¹ Ovvero della compiuta inidoneità dei provvedimenti di ammissione, ovvero pure di esclusione, a produrre giudicato esofallimentare.

In ragione di quanto si osserva nel testo (compiuta estraneità del cessionario alla intera procedura di formazione dello stato passivo), la stessa soluzione dovrebbe comunque valere anche per le pronunce emesse in sede di impugnazione.

2560, comma 2, cod. civ.²², va richiamato il dato normativo (già segnalato *supra*, nel n. 8.2, nonché nel n. 2.3) della deroga all'art. 90, comma 2, TUB (secondo cui «il cessionario risponde comunque delle sole passività risultanti dallo stato passivo»), contenuta nella disciplina per la liquidazione delle banche venete (art. 3, comma 1).

In particolare, quanto si è osservato (n. 8.2.) in punto di effetti della mancata presentazione della domanda vale anche per il rigetto della stessa, e così pure per il suo accoglimento: se è derogata la regola che ferma la responsabilità del cessionario sull'accertamento del passivo, fa difetto l'effetto tipico dell'accertamento concorsuale. Conseguentemente, ogni giudizio seguirà la propria strada, in via indipendente.

9.2. Segue alla ricostruzione appena accennata il rischio – evidente – di confliggenti soluzioni tra i provvedimenti assunti dai commissari *ex art.* 86 TUB e quelli che verranno presi dall'autorità giudiziaria. E quindi, tra l'altro, che un credito considerato «ceduto» dai commissari sia invece ritenuto «non ceduto» dai tribunali esofallimentari. E viceversa, naturalmente.

Tale rischio è oggettivo e appare in sé stesso non eliminabile (così sembra a noi, almeno). Confrontando la «peculiare» liquidazione predisposta per le «banche venete» con il sistema generale dettato per la liquidazione coatta delle banche²³, emerge che tale rischio discende in radice dalla scelta di dichiarare non applicabile alla specie presente la norma dell'art. 90 comma 2 TUB, (anche) là dove la stessa assume che «il cessionario risponde comunque delle sole passività risultanti dallo stato passivo, tenuto conto dell'esito delle e eventuali opposizioni presentate ai sensi dell'art. 87» di detto testo unico.

Si tratta di una scelta certamente – e fortemente – voluta dal legislatore storico. Non sapremmo dire, peraltro, quanto la stessa possa essere considerata davvero felice e opportuna²⁴.

²² Così come quelli relativi a controversie per fatti anteriori alla cessione, fatti valere nei confronti del cessionario a titolo di responsabilità *ex art.* 2560, comma 2, cod. civ.: cfr. quanto osservato alla nota 18.

²³ Sul tema v. anche sopra, spec. n. 2.3.

²⁴ Non è forse inopportuno rilevare che, pure nella procedura in questione, viene a trovare applicazione (se non ci inganniamo) la norma dell'art. 96, comma 3, n. 3 l.f.

A parte questo, la detta scelta comunque non esclude – pure questo è un dato evidente – che le valutazioni dei commissari possano venire ad assumere un peculiare valore suasivo nell’ambito delle controversie portate avanti al giudice civile. Un simile valore indirizzante (per sua stessa natura, solo eventuale) potrà svolgersi, però, solo a livello di singole fattispecie concrete; e in ogni caso nel confronto con tutte le circostanze che ciascun caso verrà volta a volta a manifestare.

L'Unione Bancaria Europea e l'egemonia delle decisioni politiche

SOMMARIO: 1. L'Unione Bancaria Europea come caso di studio politico-istituzionale; 2. La prima reazione dell'U.E. alla crisi finanziaria: la creazione dell'Autorità Bancaria Europea; 3. I tre pilastri dell'Unione Bancaria: la supervisione e la risoluzione uniche ed il sistema di garanzia dei depositi; 4. Il modello e la realtà: l'egemonia della politica e la mancata realizzazione del sistema di garanzia dei depositi; 5. La supervisione della BCE sulle banche significative e i condizionamenti "politici" della tecnocrazia; 6. Casi esemplari di intreccio tra decisioni politiche e valutazioni tecniche.

1. L'Unione Bancaria Europea come caso di studio politico-istituzionale

Le vicende dell'Unione Bancaria Europea (2012 – 2017) sono di particolare interesse nell'ambito di una riflessione d'insieme – politico/istituzionale – su “come e dove va l'Europa”.

Le ragioni sono due:

- la delicatezza in sé del settore bancario, con le crisi di alcune banche, le controverse “risoluzioni”, i conflitti di interessi, particolari e “nazionali”;

- l'interdipendenza con la politica monetaria e, più in generale, con la politica finanziaria (si pensi solo al sovraccarico di titoli dei debiti sovrani nei portafogli delle banche).

È, quindi, un caso di studio esemplare, che consente di mettere in luce i meccanismi reali di decisione delle istituzioni “finanziarie” europee.

2. La prima reazione dell'U.E. alla crisi finanziaria: la creazione dell'Autorità Bancaria Europea

L'attuale assetto dell'ordinamento bancario europeo è stato palesemente una reazione – “a più stadi” – delle istituzioni politiche europee – soprattutto la Commissione ed il Consiglio, con il Parlamento “a seguire” – alla crisi finanziaria ed economica iniziata nel 2008, i cui primi impatti sui sistemi bancari dei Paesi membri avevano rivelato la mancata armonizzazione tra le legislazioni

nazionali, l'eterogeneità e comunque la scarsa efficienza delle vigilanze nazionali e la carenza di strutture di vigilanza, o anche solo di coordinamento.

Tutto ciò a fronte di una crisi che andava affrontata, *al minimo*, a scala continentale.

La prima risposta politica dell'UE è stata quella di istituire, a partire dal 2010, una serie di Autorità (Agenzie) europee per i tre mercati finanziari – l'EBA, per le banche, l'ESMA per il mercato mobiliare e l'EIOPA, per le assicurazioni e per i fondi pensione; tre Agenzie che, assieme alle Autorità nazionali, compongono un organismo intersettoriale, il SEVIF, sistema europeo di vigilanza finanziaria.

Ad esse è stato affiancato, con compiti di vigilanza macroprudenziale, il Comitato europeo per il rischio sistemico, ESRB.

Tutte le nuove Autorità hanno struttura collegiale e sono composte da rappresentanti delle Autorità nazionali di vigilanza sui mercati finanziari.

L'*indirizzo politico* sotteso alla creazione della *rete europea* di Autorità “finanziarie” è stato quello di incrementare l'adozione di indirizzi operativi e regole tecniche uniformi per armonizzare le legislazioni e le *prassi* dei Paesi membri, affidata ad Agenzie (nel gergo europeo) *tecniche autonome*.

In sostanza si volevano “mettere le briglie” alle Autorità di vigilanza finanziaria nazionali, ma non è stato neppure ipotizzato di fare altrettanto nei confronti dei Governi, molti dei quali in quegli anni (e fino al 2014) sono stati impegnati in prima persona nei salvataggi delle proprie banche (Gran Bretagna, Spagna, Germania ...).

È da sottolineare che le nuove Autorità europee sono funzionalmente *autonome*, ma non *indipendenti* dagli organi politici dell'Unione – la Commissione ed il Consiglio europeo – dei quali sono in sostanza articolazioni tecniche, abilitate a proporre nuove regole e ad adottare indirizzi operativi al fine di uniformare l'attività delle Autorità nazionali, ma prive di autonomia politica.

La *ragione formale* dell'autonomia “a schiuma frenata” (come in un vecchio slogan pubblicitario) è stata che nell'ordinamento “costituzionale” europeo autorità indipendenti possono essere soltanto quelle “nominate” o, comunque previste, nei Trattati sull'Unione (come la BCE ed il Sistema Europeo delle Banche Centrali – SEBC),

ma non Agenzie istituite con semplici norme legislative.

La *ragione sostanziale* è stato l'intento, ampiamente condiviso, di mantenere una *riserva di potere* per le decisioni e mediazioni politiche. Le Agenzie di vigilanza finanziarie sono quindi utili *valvole di controllo* delle disfunzioni e delle evoluzioni dei mercati finanziari europei e di messa a punto di regolazioni più efficaci, ma non sono titolari funzioni di indirizzo strategico: non compete loro compiere scelte di sistema.

3. I tre pilastri dell'Unione Bancaria: la supervisione e la risoluzione uniche ed il sistema di garanzia dei depositi

Questo assetto è risultato sufficiente per il mercato finanziario e per quello assicurativo (ma si dovrà vedere quali saranno i contraccolpi della *Brexit* sugli equilibri di tali mercati, a forte gravitazione britannica).

Viceversa ci si è resi conto rapidamente che l'EBA non era in grado di controllare efficacemente il mercato bancario, per una serie di concorrenti motivi.

Innanzitutto perché venivano emergendo situazioni di crisi, o di precrisi, di numerose banche, che cumulativamente potevano avere effetti sul sistema bancario europeo.

In secondo luogo per le *interdipendenze* tra il sistema bancario, i debiti sovrani e la politica monetaria, in particolare per quella intrapresa dalla BCE guidata da Draghi e caratterizzata dal *Quantitative Easing*; e, più in generale, per le interdipendenze tra l'efficienza ed affidabilità del sistema bancario e la ripresa economica.

È stata quindi messa a punto una nuova, complicata, *architettura di sistema* ed è stato avviato – mediante una “cascata” di regolamenti e direttive – un altrettanto complesso processo di Unione Bancaria Europea.

In questo mutato scenario quali sono i ruoli rispettivi della politica e della tecnocrazia.

Innanzitutto: l'Unione Bancaria è la più importante decisione strategica assunta dall'UE negli ultimi anni.

Mentre in tantissimi settori – dalla politica finanziaria e di sviluppo, alla difesa, alla politica estera, all'immigrazione – la capacità di visione manca da molti anni (almeno dal fallimento del

progetto di costituzione europea, nel 2005) e le istituzioni europee “galleggiano” tra spinte e contropunte, viceversa sull’onda della crisi la riforma dell’organizzazione del mercato bancario è stata realizzata (pur se *dimezzata*: v. oltre).

Gli *indirizzi fondamentali* della maxiriforma sono stati tre: avocare in sede europea la vigilanza sulle banche di maggior rilievo, cambiandone anche il paradigma (sempre più fondato su parametri patrimoniali e vincoli procedurali e meno su controlli individuali); chiudere l’era degli interventi di Stato nelle crisi bancarie, addossando “al mercato” – azionisti, obbligazionisti e depositanti – i costi della loro risoluzione; apprestare un sistema unico di garanzia dei depositi.

La nuova architettura si fonda, quindi, su tre *pilastri* che riguardano gli elementi fondamentali della *regolazione* della materia: la vigilanza unica sulle banche più *significative* per giro d’affari (*Single Supervisory Mechanism* – SSM); le procedure uniformi di risoluzione delle crisi bancarie (*Single Resolution Mechanism* – SRM) e il sistema unico di garanzia dei depositi bancari.

Dei tre pilastri il *primo*, il SSM, ha il suo centro di gravità nella BCE: la supervisione sulle banche, non solo di grandi dimensioni, è stata affidata ad una “vera” *autorità indipendente*, né avrebbe potuto essere altrimenti perché l’intero Sistema Europeo delle Banche Centrali è caratterizzato dall’indipendenza dalle autorità politiche, sancita dai Trattati europei.

È da aggiungere che sino a pochi anni fa, anche dopo il 2008, sembrava a dir poco improbabile che alla BCE fosse affidata, oltre alla politica monetaria, anche la supervisione bancaria.

Il *secondo*, il *Single Resolution Mechanism* è invece affidato ad una struttura tecnica, il *Single Resolution Board*, che gestisce la procedura, prepara un programma della risoluzione e lo trasmette alla Commissione ed al Consiglio europeo per l’approvazione.

Il SRB è, in pratica, una struttura ausiliaria della Commissione ed “in seconda battuta” del Consiglio, dunque permeabile alle indicazioni politiche, che sono per definizione discrezionali e mutevoli.

Il *terzo*, il sistema europeo di garanzia dei depositi, è invece tuttora una *pagina bianca* perché è rimasto del tutto inattuato per il fuoco di sbarramento della Germania e dei Paesi del Centro-Nord.

4. *Il modello e la realtà: l'egemonia della politica e la mancata realizzazione del sistema di garanzia dei depositi*

Trascorso qualche anno dalla delineazione – prima nel Consiglio europeo e poi nella regolamentazione – della nuova architettura del sistema bancario ci si deve chiedere *se e come* esso stia funzionando.

Un criterio classico per valutare l'adeguatezza ed efficienza di un sistema organizzativo è quello di mettere a confronto il “modello” e la realtà operativa, la prassi.

Nel nostro caso la valutazione può essere solo approssimativa, per due ragioni oggettive: l'Unione Bancaria è articolata in una serie di meccanismi concatenati ed a *formazione progressiva*, tuttora in corso; e, comunque, proprio per la complessità, è ancora in fase sperimentale e di messa a punto.

Tuttavia, senza entrare nelle technicalità, è possibile qualche riflessione d'insieme.

La *prima* riguarda proprio la mancata realizzazione del terzo pilastro, il sistema unico di garanzia dei depositi bancari.

Se ad un tavolino si toglie una delle tre gambe non sta più in equilibrio. Per questo s'è usato il termine di U.B.E. *dimezzata*.

Il sistema di garanzia unico serve a completare il nuovo equilibrio fondato sulla regolazione unica europea (“a scapito” di quelle nazionali) e sulla riconfigurazione della risoluzione delle crisi in una logica (apparentemente) tutta di mercato. Ciò per un'evidente ragione di *simmetria*: nella logica dell'accentramento dei poteri pubblici in sede europea, al medesimo livello deve esservi un meccanismo unico di intervento in caso di crisi che possono propagarsi all'intero sistema.

Sta di fatto che il sistema di garanzia è rimasto nel *limbo* per una potente ragione politica: l'ostilità degli elettori dei Paesi “nordici” alla prospettiva che crisi di banche nazionali, asseritamente più probabili nei Paesi “meridionali” meno virtuosi vengano pagate con fondi europei, con il concorso dei Paesi “più virtuosi”.

La descrizione è rozza, ma corrisponde al livello di valutazione – miope e condizionato dalle contingenze politiche – prevalente nei Paesi dell'Unione.

Nel 2018 la questione potrebbe esser rimessa in movimento dalla Repubblica Federale Tedesca, nell'ambito di un disegno più vasto di centralizzazione della politica economica e finanziaria (il c.d. Ministro

delle Finanze europeo), nel quale – essendosi rinforzato il controllo diretto sulle politiche finanziarie dei Paesi membri – anche il sistema unico di garanzie potrebbe divenire accettabile.

5. *La supervisione della BCE sulle banche significative e i condizionamenti “politici” della tecnocrazia*

Se la vicenda del terzo pilastro è direttamente e vistosamente segnata dalla politica, le esperienze, finora, degli altri due meccanismi – rispettivamente di supervisione e risoluzione unica – sono caratterizzate, nei casi più rilevanti, da una *politicità soffusa e diffusa*, “filtrata” sovente attraverso decisioni tecniche.

È necessario accennare al funzionamento dell’UBE, vera “*machina machinarum*”.

L’Unione Bancaria è una sorta di circo a tre piste, due delle quali funzionanti e comunicanti, organizzato da una “giungla di regole”, di varia fonte e co-gestito da molti “centri di riferimento”: l’EBA, la BCE, le Autorità di vigilanza nazionali, la Commissione, il Consiglio europeo ed i governi nazionali.

Si è creata quindi una *rete multilivelli* di poteri e di interrelazioni, che rispecchia i rapporti di forza: *istituzionali* (tra le istituzioni di vertice), *tecnocratici* (tra chi, nelle diverse strutture, conta di più e meglio padroneggia il “labirinto delle regole”) ed anche *politici* (tra le autorità nazionali – governi e banche centrali – e quelle europee).

Per usare un’immagine: è una ragnatela nella quale è *egemone* chi meglio, e più rapidamente, riesce a collegare e coordinare regole e saperi tecnocratici, indirizzi politici prevalenti in sede europea ed interessi nazionali.

La sintesi realistica è che le varie Autorità, poste nei “nodi” della rete, *non* sono neutrali ed oggettive, ma decidono in base agli equilibri tra i diversi e talora contrapposti interessi, che si formano nelle specifiche contingenze.

Solo gli europeisti ideologici, o subalterni (le due cose spesso coincidono), credono, o fanno finta di credere, all’oggettività o sacralità delle regole, e poi delle decisioni europee.

6. *Casi esemplari di intreccio tra decisioni politiche e valutazioni tecniche*

Alcuni esempi che riguardano il nostro Paese – noti alle cronache – confermano tale constatazione.

Il *primo* riguarda l'impostazione e la produzione di regole, criteri e metodi operativi.

Come tutti sanno da alcuni anni ormai le Autorità europee hanno elaborato gli *stress test* cui vengono sottoposte le banche “significative”, per simulare la situazione in cui verrebbero a trovarsi se si realizzasse uno “scenario avverso”, ad esempio di crisi di settori economici nei confronti dei quali la banca è fortemente esposta.

Per valutare tale tipo di situazione sono stati elaborati una serie di parametri tecnici la cui oggettività è stata molto discussa perché essi sono apparsi meno severi verso qualche genere di banca e più severi verso altri.

Con questi presupposti il risultato è stato che, all'esito degli *stress test*, alcune banche – molte delle quali italiane – hanno ricevuto prescrizioni di adeguamento molto onerose (riguardanti in particolare il rafforzamento del loro patrimonio); sia chiaro: a prescindere dai criteri di giudizio, più precisamente dalla “taratura” di essi, s'è trattato di prescrizioni quasi sempre opportune, ma molto discrezionali, soprattutto riguardo ai tempi ed ai modi per adeguarsi.

Di conseguenza molto ampia è stata la discrezionalità della BCE nel controllare occhiutamente, nel tempo, l'adempimento degli obblighi imposti.

Si apre qui il più generale problema del funzionamento della *struttura*, autonoma e formalmente separata, costituita nell'ambito della BCE per gestire il S.S.M., la quale ha dato finora prove non eccelse di governo complessivo del *Mechanism*, distinguendosi per iniziative regolatorie invasive e per incertezze ed oscillazioni nella gestione dei rapporti con le banche supervisionate; imprevedibilità e mutevolezza che hanno in particolare infrenato le banche italiane impegnate nel processo di trasformazione da banche popolari in società per azioni, o nelle fusioni in vista delle trasformazioni (è il caso della Banca Popolare di Milano).

Ciò ha prodotto – non solo nel caso italiano – difficoltà di rapporti e di comunicazioni tra la BCE e le Banche Centrali Nazionali e

l'allungamento dei percorsi autorizzativi per le operazioni societarie delle banche supervisionate (a tacere di improvvise “fughe” di anticipazioni pregiudizievoli per le banche italiane, poco credibilmente giustificate come “sviste”, ma rivelatrici di attitudini sfavorevoli, propiziate dal minor peso politico del nostro “Sistema Paese”).

Altri due esempi riguardano situazioni ben note di banche italiane in crisi.

Il *primo* risale alla vicenda delle “quattro banche” dell'Italia centrale.

La situazione – gestita in modo molto criticato dalla Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia – si è fatta più complicata quando la Commissione europea ha posto il veto all'intervento del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, organismo “mutualistico” di diritto privato costituito dalle banche italiane – tutte, da tempo, parimenti società di diritto civile.

La motivazione del veto era che – benché si trattasse di un Fondo privato – l'intervento della Banca d'Italia nella fase della sua attivazione equiparava le risorse attivate ad “aiuti di Stato”, in violazione dei Trattati europei.

Il Governo italiano ha di fatto subito questa imposizione non potendo “irritare” la Commissione dalla quale stava cercando di ottenere la “flessibilità” per la legge di bilancio 2016.

I rapporti di forza politici sono vasi comunicanti: la debolezza sul versante della politica finanziaria generale si propaga a tutti i settori.

La *seconda* vicenda riguarda la crisi del Monte dei Paschi e delle due banche venete.

I ritardi e tentennamenti del governo italiano, e della Banca d'Italia, nel gestire le tre crisi hanno sicuramente favorito le oscillazioni ed i ripensamenti, sovente estemporanei, delle Autorità europee, sia tecniche che politiche.

Sta di fatto che al termine di un lungo, faticoso negoziato si è giunti ad un accordo sulla soluzione da adottare, favorito dall'oggettivo interesse europeo di evitare le ricadute di crisi non governate di tre importanti banche, ma anche da un lieve miglioramento del ruolo politico in Europa del nostro Paese.

In concreto le istituzioni europee – il *Single Resolution Board* e soprattutto la Commissione – hanno accettato l'intervento dello Stato

nelle aziende, “in parallelo” alla messa in liquidazione coatta amministrativa delle *bad banks*. In tal modo si sono sottratte le tre banche alle procedure ed alle regole “mercantiste” del SRM, tanto che lo Stato da un lato ha “garantito” la cessione delle banche venete e dall’altro è divenuto azionista di maggioranza del Monte dei Paschi di Siena.

Tutto ciò evidentemente in forza di un accordo politico sostanziale, poi “rivestito” e motivato in sede tecnica, a conferma dell’egemonia, diretta ed indiretta, delle decisioni politiche in materia di regolazione delle banche.

Ancor più vistosa, infine, è la vicenda della bozza di comunicazione del Meccanismo di Vigilanza Unico della BCE sulla quantità di NPL detenibile dalle banche sulla quale s’è aperto un conflitto di attribuzioni con il parlamento europeo, che ritenendola espressiva di un indirizzo politico strategico ne ha rivendicato la titolarità alle istituzioni politiche europee.

Il tasso di mora nella disciplina sull'usura: un'analisi matematica

Introduzione¹

Uno dei temi dibattuti in dottrina e nella prassi in materia di usura nei finanziamenti a piano di ammortamento predefinito concerne la rilevanza degli interessi di mora. Non intendo in questo intervento affrontare i profili giuridici della questione che lascio a chi è dotato delle necessarie competenze. Voglio però fornire alcune evidenze di natura finanziaria che confortano la tesi della irrilevanza del tasso nominale di mora ai fini delle verifiche di usurarietà in quanto, come si vedrà, tale tasso non viene mai effettivamente pagato dal debitore inadempiente, ancorché possa essere utilizzato come base di calcolo degli interessi moratori. Questa apparente contraddizione viene risolta adottando un approccio sostanziale alla questione, ossia andando a calcolare qual è, in concreto, l'onere che viene posto in carico al prenditore di fondi che si renda responsabile di un ritardo di pagamento. Si dimostrerà che il costo effettivo del denaro che ha a disposizione, in relazione al tempo in cui ne ha la disponibilità, si collocherà sempre all'interno di un intervallo delimitato verso il basso dal tasso di interesse corrispettivo e, verso l'altro, dal tasso contrattuale di mora, restando tendenzialmente più prossimo al primo che al secondo.

L'analisi finanziaria

Per comprendere gli effetti finanziari dell'applicazione del tasso di mora è utile richiamare il funzionamento del piano di ammortamento alla francese. Come noto, questo è costruito in modo tale da ottenere il rimborso del capitale più gli interessi al tasso corrispettivo (il montante) mediante un appropriato numero di rate di importo costante. Una volta definita la rata, si può procedere alla scomposizione della stessa nella quota interessi e nella quota capitale. Per far ciò, si moltiplica il capitale residuo all'inizio del periodo, cioè

¹ Il presente articolo si basa sulla relazione svolta al Seminario Autunnale 2017 in Materia Bancaria e Finanziaria, Torino, 14 dicembre 2017

dopo il pagamento della rata precedente, per il tasso di interesse pattuito rapportato alla durata del periodo di rateizzazione (mese, trimestre, anno o altro) e si ottiene la quota interessi. La differenza rispetto alla rata è la quota capitale.

In simboli, la quota interessi è così calcolata²:

$$Quota_{int} = Cap\ Res_{t-1} \times Tasso_{period}$$

e il tasso periodale è ottenuto mediante la frazione

$$Tasso_{period} = \frac{Quota_{int}}{Cap\ Res_{t-1}}$$

La composizione della rata risponde dunque alle seguenti uguaglianze:

$$\begin{aligned} Rata &= Quota_{int} + Quota_{cap} \\ Quota_{int} &= Rata - Quota_{cap} \end{aligned}$$

Così rappresentato, in coerenza con la sua natura finanziaria, un piano di ammortamento può essere visto come tanti prestiti uniperiodali, pari al capitale residuo dopo il pagamento della rata precedente, che durano appunto quanto il tempo della periodicità della rata. Il debito residuo dopo ogni rata è quindi il credito concesso per il periodo successivo.

Ciò posto, domandiamoci ora cosa accade in caso di ritardato pagamento e quindi di applicazione del tasso di mora. Gli interessi di mora saranno così calcolati:

$$Mora = Rata \times Tasso_{mora} \times Tempo_{ritardo}$$

L'errore interpretativo che porta a considerare automaticamente usurari gli interessi di mora se il tasso nominale supera la soglia antiusura sta in questo: nel fermarsi a considerare questo addendo

² Si noti che non è necessario moltiplicare per il tempo in quanto abbiamo scelto di non utilizzare il tasso annuale ma quello periodale, definito dalla periodicità della rata, e quindi per definizione le unità di tempo non possono essere diverse da 1.

come se fosse la remunerazione di un prestito. In realtà, come detto, il prestito da considerare è il capitale residuo all'inizio del periodo, per il tempo che intercorre dal pagamento della rata precedente al pagamento della rata in ritardo, e gli interessi da computare sono quelli corrispettivi, inclusi nella rata, più quelli di mora³. I primi sono calcolati al tasso corrispettivo e i secondi al tasso di mora. Il tasso effettivo di quel prestito isolatamente considerato, che chiameremo tasso complessivo, sarà calcolato nel modo seguente:

$$Tasso_{complessivo} = \frac{Int_{tot}}{Cap_{tot} \times T_{tot}}$$

che si può scomporre nel modo seguente:

$$Tasso_{complessivo} = \frac{Quota_{int} + Mora}{(Cap\ Res_{t-1} \times Tempo_{rata}) + (Rata \times Tempo_{rit})}$$

Risulta evidente come il tasso complessivo sia pari alla media del tasso corrispettivo e della mora ponderata su due basi: il capitale (capitale residuo a inizio periodo e rata) e il tempo (durata dell'intervallo di cadenza della rata e durata del ritardo). Rinviamo all'esemplificazione successiva per la dimostrazione quantitativa, si può sin d'ora comprendere che il tasso complessivo sarà tendenzialmente molto più prossimo al tasso corrispettivo che a quello di mora, perché il capitale residuo è normalmente di gran lunga superiore alla rata (solo in occasione dell'ultimo periodo di pagamento le due grandezze tendono ad avvicinarsi) mentre il tempo di applicazione del tasso di mora è incerto e variabile ma generalmente breve. Conseguentemente la componente degli interessi corrispettivi è tendenzialmente superiore alla componente interessi di mora perché i primi sono conteggiati su un capitale pure tendenzialmente superiore.

Quanto affermato con riferimento alla singola rata può essere ripetuto per l'intera vita del prestito considerando l'ipotesi di ritardato

³ La somma suggerita nel testo è fra il valore assoluto degli interessi addebitati e non già, come da taluni erroneamente proposto, la somma dei tassi nominali di interesse corrispettivi e moratori.

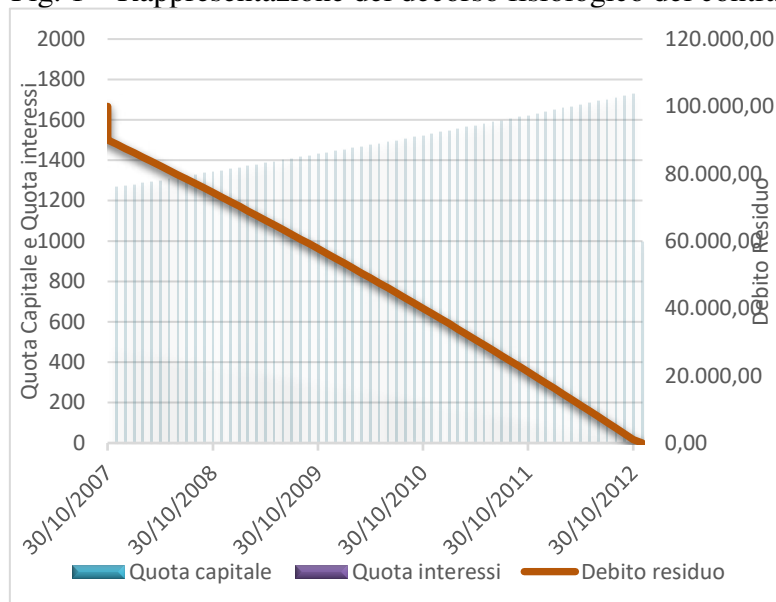
pagamento di una o più rate. Si dimostrerà nell'esemplificazione successiva che il primo addendo (interessi corrispettivi) prevale sistematicamente sul secondo (interessi moratori) e che quanto osservato per la singola rata si verifica anche con riferimento al finanziamento nel suo complesso. Anzi, in questo caso gli interessi di mora si ripartiscono su una base di capitale molto più ampia, diluendosi tanto più ampiamente quanto più alto è il capitale residuo.

L'esemplificazione pratica

Per dimostrare empiricamente l'assunto, è stato costruito il piano di ammortamento di un leasing per un bene del costo di 100 mila euro, della durata di 5 anni, che prevede un maxicanone iniziale di 10 mila euro e un'opzione di acquisto finale di mille euro. Il tasso annuo contrattuale è il 6,34% che, per effetto della periodicità mensile, sviluppa un tasso effettivo del 6,52%. Il tasso di mora convenuto è il 12%.

Dopo avere rappresentato il decorso del finanziamento in caso di fisiologico adempimento del contratto (Fig. 1), si è proceduto a ricostruire il caso, assolutamente scolastico, di inadempimento sin dalla prima rata e protratto fino al termine naturale del contratto.

Fig. 1 – Rappresentazione del decorso fisiologico del contratto



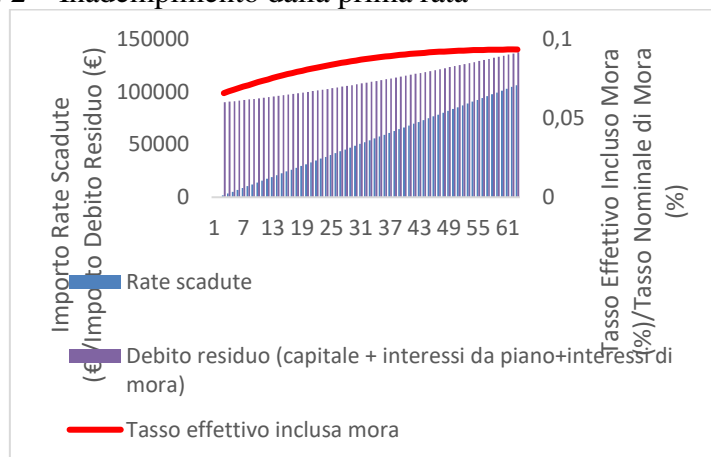
Ad ogni mancato pagamento è stata addebitata la mora per il tempo fino alla rata successiva e, in conseguenza dell'ipotizzato inadempimento anche di quest'ultima, è stata calcolata la mora sulla nuova esposizione del conduttore. L'ipotesi risulta irrealistica dopo l'introduzione della nuova legge sul leasing che consente la risoluzione per grave inadempimento dopo il mancato pagamento di sei rate mensili (nel nostro esempio le rate insolute sono addirittura tutte e 60!).

Su questa fattispecie sono stati sviluppati due conteggi: il tasso di interesse complessivo per ogni singola rata, cioè quello che considera sia gli interessi corrispettivi sia quelli moratori, e il tasso interno di rendimento dell'intero prestito, che misura il costo sostenuto dal prenditore dei fondi per il credito effettivamente goduto, considerando sia il profilo del capitale a disposizione sia quello temporale.

Nella prima analisi (fig. 2), il tasso complessivo è calcolato sommando gli interessi corrispettivi desunti dal piano di ammortamento (quota interessi della rata del corrispondente periodo) e gli interessi moratori del corrispondente periodo, computati su tutti canoni scaduti e la mora precedentemente accumulata. Il

denominatore è costituito dal debito residuo del piano di ammortamento originario dopo la scadenza della rata precedente più la mora pregressa più gli interessi corrispettivi pregressi non pagati. Osservando i risultati si coglie che l'interesse complessivo di ogni singola rata varia dal 6,57% al 9,33%: inizialmente è solo marginalmente superiore al tasso corrispettivo, per poi crescere per effetto di due variabili: la diminuzione del debito residuo e l'incremento della componente interessi di mora che si cumulano nel tempo. Il tasso complessivo, pur crescendo, rimane comunque lontano dal tasso di mora nominale, che ricordiamo essere pari al 12%.

Fig. 2 – Inadempimento dalla prima rata



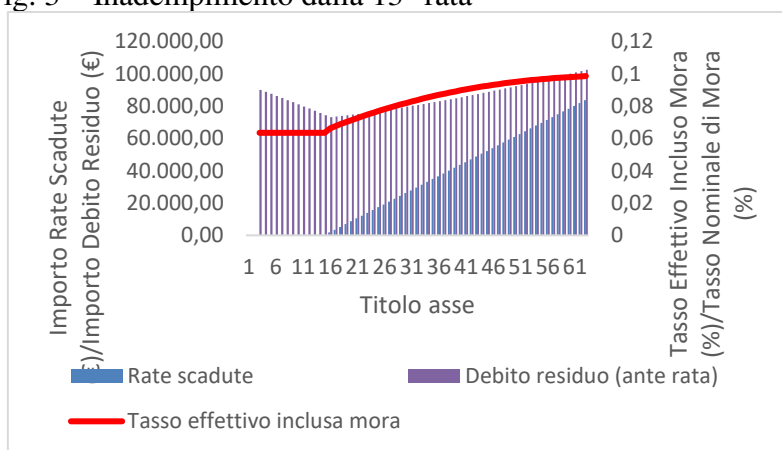
Il secondo conteggio concerne il tasso effettivo di tutto il finanziamento che il prenditore dei fondi sopporta in ragione del capitale che ha a disposizione, tenendo conto sia degli interessi corrispettivi sia di quelli moratori. Nell'ipotesi qui formulata, nella sostanza siamo in presenza di un finanziamento di 90 mila euro (prezzo del bene locato meno maxicanone iniziale) con rimborso in unica soluzione dopo 5 anni, che sottende un tasso effettivo dell'8,81%⁴. La circostanza che il tasso effettivo, comprensivo di

⁴ È bene precisare che il capitale a disposizione del locatore considerato nel presente esempio include anche gli interessi di mora via via maturati e, per ipotesi, non liquidati periodicamente e pertanto il maggior importo del denominatore tende a

interessi corrispettivi e di mora, si collochi all'interno del corridoio segnato fra il tasso contrattuale e il tasso nominale di mora conferma l'interpretazione proposta.

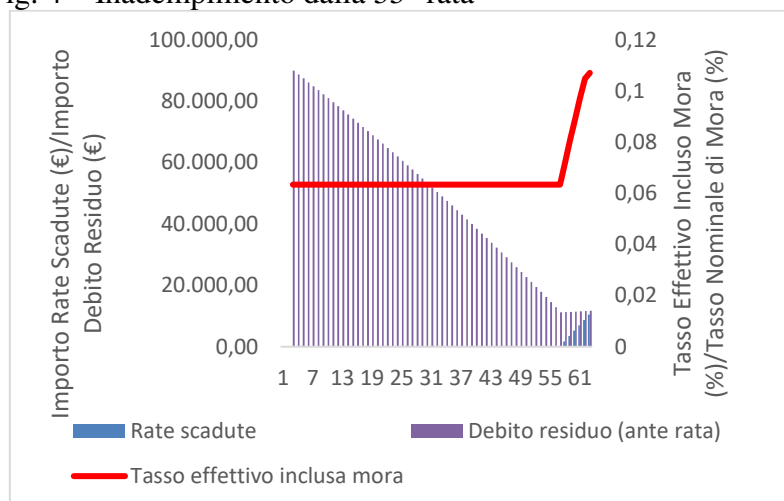
Accanto alla prima ipotesi, ne sono state formulate altre due, che prevedono l'inizio dell'insolvenza rispettivamente dopo 12 (Fig. 3) e dopo 54 rate (Fig. 4). Sono state replicate le medesime elaborazioni della prima ipotesi. I risultati indicano che il tasso complessivo delle singole rate è maggiore quando l'inadempimento si manifesta più avanti nel corso dell'ammortamento del prestito, e ciò perché il capitale residuo è inferiore. Invece il tasso effettivo del finanziamento è più basso e tende ad avvicinarsi al tasso contrattuale quanto più tardi interviene l'inadempimento. Questo secondo effetto è dovuto alla minore quantità di interessi moratori addebitati.

Fig. 3 – Inadempimento dalla 13^o rata



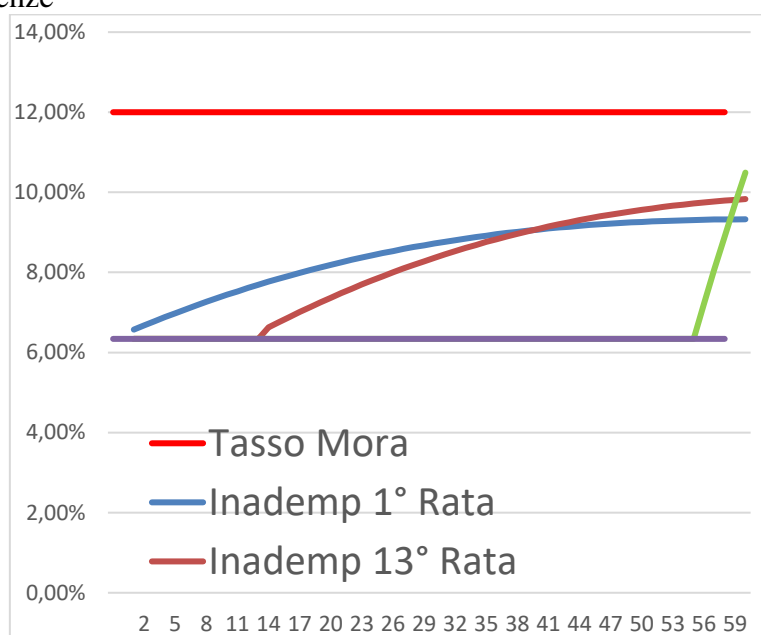
sottostimare leggermente il tasso interno di rendimento del finanziamento su cui non fossero maturati gli interessi di mora.

Fig. 4 – Inadempimento dalla 55^o rata



Per dare maggiore evidenza alle evidenze scaturite, proponiamo anche la Figura 5 che riepilora accostandole le curve che rappresentano il tasso di interesse delle singole rate nelle tre ipotesi formulate e, sempre per agevolare la comprensione, indica con due rette orizzontali il tasso contrattuale (quello più in basso) e quello di mora (quello superiore). Si ha così evidenza grafica del fatto che il tasso di una singola rata, per quanto lunga possa essere l'inadempienza, si avvicina asintoticamente al tasso di mora senza mai raggiungerlo.

Fig. 5 – Riepilogo tasso singole rate in caso di inadempienza a diverse scadenze



Anche per le due ipotesi ulteriori è stato calcolato il costo complessivo del finanziamento in ipotesi di inadempimento, non più rata per rata ma come tasso effettivo globale. La verifica è stata effettuata immettendo tutti i flussi di cassa alle date pertinenti, indipendentemente dalla loro causa, e calcolando il tasso che uguaglia il valore attuale di quelli in entrata con quello dei movimenti in uscita. I risultati sono quelli esposti nella prima riga della tabella di cui alla Fig. 6 sottostante e indicano con chiarezza che:

- In assenza di inadempimento il tasso globale complessivo è uguale a quello contrattuale;
- Se l'inadempimento inizia sin dalla prima rata il tasso è ben superiore a quello contrattuale ma pure nettamente distante dal tasso nominale di mora (12%);
- Qualora l'inadempimento abbia inizio in un momento successivo alla prima rata, l'incidenza della componente degli interessi moratori è più bassa rispetto al caso precedente e quindi anche il tasso complessivo è più basso;

- Infine, se l'inadempienza parte da una delle ultime rate, l'incremento del tasso complessivo rispetto a quello contrattuale è molto modesto, quasi impercettibile.

La riga sottostante riporta, per memoria, il massimo tasso complessivo su una singola rata nelle medesime ipotesi accolte in precedenza.

Fig. 6 – Riepilogo tasso effettivo complessivo e massimo tasso complessivo per singola rata in caso di inadempienza a diverse scadenze

	INADEMPIMENTO			
	MAI	1° RATA	13° RATA	55° RATA
TAE⁵	6,35%	8,80%	7,01%	6,35%
Max int complessivo (calcolato sulla singola rata)	6,35%	9,33%	9,85%	10,49%

Le conclusioni

Le evidenze quantitative portano ad affermare che il tasso complessivo sulle rate insolute non può mai raggiungere il tasso di mora, neanche per ritardi molto lunghi; matematicamente si può dire che il tasso complessivo tende asintoticamente verso il tasso di mora, avvicinandosi progressivamente allo stesso senza mai raggiungerlo, neanche all'infinito. In altro aspetto, emerge che il costo effettivo del finanziamento per il debitore, totalmente o parzialmente insolvente, a prescindere dalla qualificazione degli interessi, è sempre largamente

⁵ TIR considerando tutti i flussi di cassa e ipotizzando il pagamento alla data di scadenza del contratto di tutti i canoni residui impagati e di tutti gli interessi di mora maturati.

inferiore al tasso nominale di mora. Infatti, se l'insolvenza interviene presto, si cumuleranno molti interessi di mora che si stemperano su un ammontare elevato di capitale; se l'inadempimento interviene verso la fine del prestito, il debito residuo è basso ma gli interessi moratori sono limitati nel tempo e quindi non possono raggiungere livelli elevati.

La conseguenza pratica è che la mera pattuizione di un tasso di interesse di mora non può mai comportare l'addebito di un onere effettivo di pari misura, ma sempre e solo inferiore, a misura che diminuisce il rapporto fra la rata e il capitale residuo e fra il tempo di ritardo e la scadenza di pagamento. Pertanto, la mera osservazione del livello nominale del tasso di mora, ai fini dell'analisi di usurarietà, è privo di significato.

Appunti sulla circolazione con scopo di garanzia nel diritto attuale

SOMMARIO*: 1. Premessa. Delimitazione dell'oggetto di osservazione – 2. L'evoluzione fisiologica dei negozi accrescitivi della garanzia: pegno senza spossessamento e pegno rotativo. – 3. L'evoluzione ultima: la nuova figura del pegno non possessorio di cui al Decreto Legge 59/2016. – 4. Il pegno non possessorio come indice di mutamento del sistema: la ricerca di prerogative proprietarie da parte del ceto creditorio a fronte della diminuzione, nei mercati, della circolazione effettiva della proprietà. Conclusione.

Fatta eccezione per l'ipoteca – la quale costituisce bensì un rapporto tra creditore e proprietario del bene ipotecato ma senza che in senso stretto si possa profilare la traslazione di una situazione giuridica dal secondo al primo – e fatta eccezione per la fidejussione – che costituisce (non trasferisce) una situazione personale accessoria di responsabilità –, in via di principio la costituzione di garanzie avviene a mezzo di vicende (anche) traslative di situazioni giuridiche. Dunque, a margine della figura principale del pegno, in primo luogo la circolazione di situazioni reali evoca un catalogo assai lungo di ipotesi che si possono reputare classiche nel dibattito civilistico. Si pensi, soltanto ad esempio, alla vicenda della cessione della proprietà con scopo di garanzia, sviluppatasi come noto nelle pieghe della più generale discussione inerente ai rapporti di tipo fiduciario, o anche alla costituzione di patrimoni destinati alla soddisfazione dei creditori. Altre numerose ipotesi sono poi prospettate dalla circolazione di situazioni non qualificabili come reali: esempi significativi ne sono la cessione del credito, il mandato irrevocabile all'incasso e la girata in garanzia dei titoli di credito.

Per delimitare il campo d'elezione delle presenti brevi pagine si rendono utili alcune partizioni.

Innanzitutto – fermo restando che sempre la garanzia convenzionale assume un proprio rilievo essenziale a monte rispetto alla responsabilità, poiché incide sul rischio quale elemento

* È la lezione tenuta all'incontro di studi *Autonomia negoziale e situazioni giuridiche soggettive* promosso dall'Associazione Dottorati di Diritto Privato e svoltosi presso l'Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale nei giorni 23 e 24 marzo 2017.

fisiologico del credito condizionandone il valore e, se del caso, la circolazione – le fattispecie alle quali è possibile ascrivere in via generica una funzione di garanzia si possono distinguere a seconda della fase del rapporto obbligatorio alla quale afferiscono. Segnatamente, soltanto alcune garanzie assumono tecnicamente rilievo in funzione della fase che si può dire della responsabilità patrimoniale, dunque ai fini dell'applicazione degli artt. 2740 ss. c.c., apportando una regolamentazione specifica ora alla individuazione del contenuto del patrimonio sensibile, ora al concorso dei creditori su di esso. Altre, prima tra le quali la fidejussione, incidono invece ancora a monte, dopo l'inadempimento ma prima della responsabilità personale ex art. 1218 c.c., individuando con ciò un debito e una correlativa responsabilità funzionalmente accessori ma che hanno vita parallela e strutturalmente autonoma rispetto a quella originaria sulle regole della quale per ciò stesso non incidono.

In secondo luogo, allargando lo sguardo, gli accordi finalizzati a incidere in via diretta sulle regole della responsabilità si possono distinguere in ragione dell'effetto rinunciativo ovvero accrescitivo da essi programmato. Sia i patti rinunciativi sia i patti accrescitivi si collocano esattamente al confine di quella che uno studio recente di Luigi Follieri definisce zona grigia in quanto situata tra l'inadempimento e l'esecuzione forzata. I patti rinunciativi impegnano assai spesso direttamente situazioni di carattere processuale; situazioni che nella materia – calda da tempo e mai raffreddatasi – degli strumenti di risoluzione negoziale delle crisi d'impresa conducono assai rapidamente al cuore di due tra i grandi problemi pratici rimasti insoluti con le diverse riforme della disciplina del fallimento: la natura e l'efficacia degli accordi prefallimentari e di ristrutturazione dei debiti. I negozi con effetto accrescitivo dei mezzi di soddisfazione coattiva del credito rinviano senza mezzi termini al terreno delle garanzie.

Su questa base, possiamo intanto delimitare il campo, sulla base del perimetro entro il quale si trovano vicende circolatorie di situazioni per scopo di garanzia che siano idonee a incidere sulla disciplina della responsabilità patrimoniale in ragione dell'effetto accrescitivo dei negozi dai quali originano.

2. Detto questo, guardando alla generale evoluzione della disciplina dei contratti di garanzia negli ultimi trent'anni è evidente una tendenza ad aumentarne le potenzialità modellandone i caratteri in ragione dello sviluppo dei rapporti economici. Questo non soltanto in Italia ma in tutti i Paesi di *Civil Law*.

Così, come noto, l'attitudine delle garanzie personali alla riduzione del rischio mediante l'attribuzione al creditore di una sfera patrimoniale aggiuntiva rispetto a quella del debitore ha avuto sviluppo sul binario della *garantievertrag* e della riforma del 2006 del codice civile francese, trovando elasticità sia nell'autonomia rispetto al rapporto garantito sia nella estensione del suo oggetto mediante la clausola *omnibus*. D'altra parte proprio il dato, poco sopra sottolineato, della estraneità del meccanismo tecnico rispetto alle regole inerenti alla garanzia del patrimonio del debitore originario consentiva tale elasticità.

Analoga tendenza – sia pure contrastata da una complessità tecnica decisamente maggiore – si registra negli ultimi trent'anni anche per i contratti rientranti invece nella anzidetta categoria caratterizzata dall'effetto di accrescimento degli strumenti di garanzia tramite l'incidenza sulla disciplina oggettiva della responsabilità patrimoniale. V'è infatti che indubbiamente l'attitudine in primo luogo del pegno a conservare beni appartenenti al patrimonio del debitore congelandoli ovvero sottraendoli alla circolazione ed emarginandoli dall'attività economica è espressione di una economia essenzialmente statica o per lo meno estremamente lenta.

Appartiene all'evoluzione di circa un trentennio il perfezionamento dei contratti di pegno sotto due aspetti:

- a) la possibilità di non sottrarre i beni al loro ciclo produttivo lasciandoli presso il debitore, cosa normata per la prima volta con la celebre Legge 24 luglio 1985, n. 401 (Norme sulla costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata).
- b) la possibilità di non emarginare dall'attività economica i beni consegnati al creditore pignoratizio, consentendo a questi di disporre sostituendoli con altri di eguale valore.

Il primo aspetto profila il c.d. pegno senza spossessamento. A cominciare da lì, la dottrina ha sostenuto con intensità crescente che, se il possesso – come appare pacifico che sia – svolge la funzione di mero indice di circolazione a tutela della conservazione del bene nel

patrimonio del debitore nonché di segnalazione verso i terzi, a tutela del loro affidamento rispetto all'esistenza della causa di prelazione, se così è, lo stesso risultato si può ottenere con forme di pubblicità alternative rispetto al medesimo possesso.

Così ha reputato il nostro legislatore del 1985, prevedendo un regime segnalativo composto dall'apposizione di contrassegni sulle cosce di maiale e dall'annotazione su appositi registri. Così ha reputato il legislatore francese del 2006 riformando in via generale la costituzione della garanzia pignorizia nel codice civile e prevedendone, segnatamente, la costituzione consensuale tra le parti anche affidando la relativa funzione segnalativa, anziché allo spossessamento, all'annotazione in pubblici registri.

Il secondo aspetto richiama il pegno c.d. rotativo, ovvero la fungibilità dell'oggetto del rapporto di garanzia – in costanza del suo valore – determinata dall'apposizione in contratto della clausola c.d. di rotatività. Nel nostro sistema il fenomeno è stato fino a oggi limitato ai rapporti bancari e a garanzie aventi a oggetto titoli. La giurisprudenza, inizialmente ostile, ha cambiato atteggiamento a far capo dalla fine del millennio (il *leading case* si può collocare nel 1998).

Dunque, con riguardo al pegno, due profili di novità. Due profili di novità, diremmo, non incidenti sull'essenza della garanzia pignorizia per come consegnataci dalla tradizione e soprattutto per come giustificata nel suo rapporto con la garanzia generica e con l'interesse dei terzi creditori del medesimo debitore.

Il primo infatti si presenta tale da non mettere in dubbio il perseguimento del risultato tradizionalmente affidato allo spossessamento, a mezzo della conservazione dell'identità dei beni, iscritti nei registri o, nel caso dei prosciutti, marchiati.

Nella logica della responsabilità patrimoniale fondata sul rapporto tra soggetto e patrimonio, il meccanismo realizza – allo stesso modo della forma c.d. complementare nella vendita – una elisione esteriore di tale rapporto e la subordinazione – parimenti esteriorizzata – del bene a una regola di responsabilità differente.

Il secondo profilo pur implicando la rinuncia all'identità del bene, e anzi per definizione implicandone la mutazione, presuppone lo spossessamento e realizza una vicenda che integralmente si consuma all'esterno del patrimonio del debitore: non pone perciò stesso

problemi di tutela dei terzi creditori (soltanto di quelli successivi ovviamente, ma i precedenti hanno l'azione revocatoria) e dunque non pone problemi di rapporto tra garanzia convenzionale e garanzia generica.

Fin qui parlerei di evoluzione fisiologica, certamente equilibrata rispetto allo sviluppo dei rapporti economici e degli interessi ai quali gli istituti devono servire e tuttavia non tale da allontanare i medesimi istituti dalla loro essenza tradizionale.

3. Una prima espressione di cambiamento più radicale si trova ancora nella riforma francese del 2006, questa volta del codice di commercio. Anche qui il pegno viene delineato come garanzia senza spossessamento ma assume caratteri particolari sia sotto il profilo dell'oggetto (stock di prodotti o semilavorati o materie prime) sia dei soggetti (il creditore può esclusivamente essere un istituto di credito). È consentita la sostituzione – da parte del debitore – dei beni pignorati, con evidente perdita di identità ovvero, anche soltanto, dei confini certi del patrimonio sottoposto momento per momento alla garanzia.

Il sistema di pubblicità adottato ha l'effetto di attribuire un grado a creditori omogenei sul valore originario del credito di ciascuno di essi. Per la prima volta è possibile nutrire la sensazione che il sistema dei contratti costitutivi delle garanzie ridefinisca in realtà direttamente il concorso tra i creditori incidendo sulle regole della generica destinazione alla garanzia. V'è anche da dire, tuttavia, che a fronte di ciò il legislatore francese del 2006 ha conservato le tutele dell'ordinario procedimento esecutivo non accordando ai creditori strumenti solutori più favorevoli.

Il legislatore italiano, con il DL 3 maggio 2016, n. 59 («Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali, nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione», c.d. salvabanche), si spinge decisamente oltre. Il decreto non è il prodotto dell'interazione dei formanti nazionali, come lo erano state le precedenti innovazioni. Questa disciplina trova il proprio contesto nella normativa Europea del nuovo millennio, quella di reazione alla crisi economica. Vale ricordare l'approccio con il quale soprattutto con il regolamento EMIR è affrontato il problema posto dalla presenza massiccia nei bilanci anche degli istituti finanziari di rapporti ad alto

rischio privi di sottostante. Vale la pena cioè di ricordare che la collateralizzazione è il primo tra i sistemi di mitigazione del rischio sistemico impiegato nell'emergenza della crisi finanziaria.

Soprattutto è opportuno ricordare il Libro verde della Commissione Europea del 18 febbraio 2015 intitolato «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali», il quale persegue la finalità di profilare strumenti idonei ad alleggerire la pressione sulle banche affinché siano in grado di animare un mercato dei finanziamenti efficace e accessibile anche per le imprese piccole e medie. Ebbene, in un contesto nel quale è nuovamente considerato lo strumento dell'esternalizzazione del rischio tramite operazioni di cartolarizzazione – salva la necessità che si presentino «sostenibili» ovvero «di alta qualità» – è contenuta una chiara espressione del ruolo sistemico giocato dalle garanzie reali: le «garanzie reali» si legge «sono un anello essenziale del sistema finanziario poiché sottendono molte operazioni di mercato e fungono da rete di sicurezza in caso di problemi. La limitata fluidità di tali garanzie in tutta l'UE attualmente impedisce ai mercati di essere efficienti». Ancora, è precisato che con «la crisi finanziaria è cresciuta la richiesta di garanzie reali, a causa della necessità del mercato di finanziamenti più sicuri e anche dei nuovi obblighi normativi, come quelli stabiliti dal regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) e dal regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR)».

Il decreto 59/2016 è occasionato da una nota vicenda di dissesto di quattro banche italiane di dimensioni medio piccole, in relazione al quale si è per la prima volta ipotizzata l'applicazione del c.d. *bail in*, introdotto dalla direttiva UE/2014/59. Di là dall'esito della specifica vicenda, il provvedimento esprime una generale profonda preoccupazione per la stabilità del sistema, messa a rischio dalla difficile situazione di molte banche, a loro volta destabilizzate dalla scarsa qualità dei loro crediti. In detto contesto, la disciplina in tema di garanzie è introdotta dal capo I, intitolato «Misure a sostegno delle imprese e di accelerazione del recupero crediti». Dell'art. 1, rubricato «Pegno mobiliare non possessorio», è utile riprodurre qualche passaggio: «1. Gli imprenditori iscritti nel registro delle imprese possono costituire un pegno non possessorio per garantire i crediti concessi a loro o a terzi, presenti o futuri, se determinati o determinabili e con la previsione dell'importo massimo garantito, inerenti all'esercizio dell'impresa».

Il comma 1, dunque, delimita l'ambito soggettivo (soltanto banche e imprenditori), limita i crediti garantiti in quelli inerenti all'esercizio dell'impresa, ne contempla la tipologia nel modo il più possibile ampio, fino a ricomprendere crediti futuri e (non determinati ma) determinabili, pone sulle parti l'onere di stabilire un importo massimo.

Di seguito: «2. Il pegno non possessorio può essere costituito su beni mobili, anche immateriali, destinati all'esercizio dell'impresa e sui crediti derivanti da o inerenti a tale esercizio, a esclusione dei beni mobili registrati. I beni mobili possono essere esistenti o futuri, determinati o determinabili anche mediante riferimento a una o più categorie merceologiche o a un valore complessivo».

In prima battuta, anche il comma 2 delimita l'ambito, questa volta oggettivo (oppignorati possono essere esclusivamente beni mobili destinati all'impresa e non possono essere mobili registrati), per poi definirne la tipologia nel modo più ampio, ricomprendendovi beni futuri e (non determinati ma) determinabili anche con generico riferimento alla categoria o, ancora più genericamente, al valore.

Il medesimo comma 2 continua autorizzando, salvo patto contrario, la trasformazione e l'alienazione del bene oppignorato da parte del debitore o del terzo concedente e prevedendo in tali casi il trasferimento della garanzia sul bene risultante dalla trasformazione o, rispettivamente, sul corrispettivo realizzato o sul bene con esso acquistato.

Fin qui: a garanzia di crediti futuri, non determinati, determinabili e limitati nel valore in via convenzionale, è possibile costituire un pegno non possessorio avente a oggetto beni futuri determinati esclusivamente nel valore (ma diremmo perciò, per definizione, indeterminati).

Proseguendo, il comma 4 precisa l'efficacia dell'iscrizione in punto di disciplina della responsabilità: «dalla data dell'iscrizione il pegno prende grado ed è opponibile ai terzi e nelle procedure esecutive e concorsuali». Il comma 5 regola l'ipotesi di conflitto del creditore con altro creditore pignoratizio individuando quale criterio prevalente (anche sulla priorità dell'iscrizione) l'eventuale diretta strumentalità del finanziamento garantito all'acquisto del bene pignorato.

Semplificando, il decreto dota il pegno della elasticità che fino a oggi era stata guadagnata, non senza fatica, soltanto dalle garanzie personali. L'osservazione che sorge spontanea riprende l'essenza

dell'istituto tradizionale, quella che ne aveva finora indotto la rigidità: il pegno congela un bene appartenente al patrimonio del debitore in favore di un singolo creditore sottraendolo al concorso fino alla soddisfazione di tale singolo creditore; la cosa è stata sempre considerata legittima, non determinante cioè di una disuguaglianza ingiustificata tra i creditori, in ragione della precisa individuazione, momento per momento, del bene oppignorato, della sua uscita in data certa dal patrimonio del debitore e della stretta accessorietà con una obbligazione parimenti determinata. Per queste medesime ragioni il pegno è stato reputato garanzia speciale a fronte di quella generica innestantesi sulla previsione dell'art. 2740 c.c. Ancora, per queste ragioni qualcuno ha potuto ravvisare nel pegno e non nella garanzia generica una ipotesi di destinazione in senso stretto: destinazione, ovviamente, alla garanzia.

Il pegno non possessorio, quello del DL 59/2016 s'intende, fatica a distinguersi qualitativamente dalla garanzia generica. Meglio, la genericità dei nessi identificativi del rapporto consegna l'immagine di un legislatore il quale, memore della teoria che nei primi decenni del secolo scorso rappresentava la responsabilità patrimoniale generica come una sorta di pegno omnibus sul patrimonio del debitore, ha bensì attribuito all'autonomia privata il potere di sezionare i patrimoni per quote di valore, frammentando l'unico patrimonio c.d. generale, unificato dal criterio proprietario espresso dallo stesso art. 2740, in più nuclei unificati invece dagli accordi e dall'iscrizione costitutiva di cui all'art. 6 del DL.

Il comma 7 disciplina l'escussione della nuova garanzia. A tal fine il creditore, previa intimazione comunicata per iscritto, può procedere: «a) alla vendita dei beni oggetto del pegno trattenendo il corrispettivo a soddisfacimento del credito fino a concorrenza della somma garantita [...]; b) alla escussione o cessione dei crediti oggetto di pegno fino a concorrenza della somma garantita [...]; c) ove previsto nel contratto di pegno e iscritto nel registro [...], alla locazione del bene oggetto del pegno imputando i canoni a soddisfacimento del proprio credito fino a concorrenza della somma garantita, a condizione che il contratto preveda i criteri e le modalità di determinazione del corrispettivo della locazione [...]; d) ove previsto nel contratto di pegno e iscritto nel registro [...], all'appropriazione dei beni oggetto del pegno fino a concorrenza della somma garantita, a condizione che

il contratto preveda anticipatamente i criteri e le modalità di valutazione del valore del bene oggetto di pegno e dell'obbligazione garantita».

Infine, è disposto che, in caso di escussione, il debitore consegni il bene oggetto di garanzia entro quindici giorni dall'intimazione. Per assicurare la celerità del procedimento, è previsto che in caso di mancata consegna il creditore possa fare istanza anche verbale all'ufficiale giudiziario affinché proceda anche in mancanza di titolo esecutivo e di precetto. A fronte di ciò, il debitore o il terzo datore di pegno hanno cinque giorni per proporre opposizione. Hanno poi tre mesi per proporre azione risarcitoria degli eventuali danni causati da illegittimità o abusi ascrivibili al creditore procedente.

La situazione soggettiva del creditore, come delineata dalle regole dell'escussione, somiglia assai poco a quella del creditore pignoratizio ricavabile dalla disciplina del codice civile. Quest'ultima infatti assicura al creditore essenzialmente due prerogative: il controllo del bene in corso di rapporto – onde escluderlo dalla circolazione – e la prelazione rispetto agli altri creditori nell'ambito del concorso. Il nostro pegno senza spossessamento, prescinde dal controllo diretto sul bene e attribuisce invece al creditore, nella fase esecutiva, facoltà che testimoniano assai più che di una mera posizione di prelazione e sembrano mimare una forma di cessione della proprietà con scopo di garanzia.

4. Cessione della proprietà, si diceva. Il dato è da interpretare guardando complessivamente alla categoria da principio individuata: quella dei negozi originanti vicende circolatorie di situazioni per scopo di garanzia che siano idonee a incidere sulla disciplina della responsabilità patrimoniale in ragione di un effetto accrescitivo degli strumenti di soddisfazione delle ragioni creditorie. Guardando dunque all'intera categoria, alla quale si iscrivono a pieno titolo ipotesi eterogenee – dal mandato irrevocabile all'incasso alle vendite con riserva di proprietà, al trasferimento di bene immobile sospensivamente condizionato di cui all'art. 2 del medesimo decreto 59/2016 ai patti marciari dell'art. 120 quinquiesdecies TUB – si coglie con chiarezza la tendenza a dotare il credito di strumenti di soddisfazione di principio estranei al meccanismo attuativo del rapporto obbligatorio per come delineato dal codice civile.

Per dirla in altri termini, il meccanismo in sé della garanzia anche quando qualificabile come reale non assicura – specie in tempo di crisi, e di crisi di liquidità – un’efficienza adeguata alla necessità di stabilità e di vitalità del mercato del credito. Se, dunque, la ricerca di forme di garanzia assistite da prerogative proprietarie è stata per lungo tempo espressione dell’interesse del ceto creditorio al controllo diretto di una fonte di liquidità alla quale attingere senza intermediazioni, la nuova figura di pegno non possessorio testimonia dell’assunzione del medesimo interesse a livello di sistema, a salvaguardia della stabilità degli operatori istituzionali. La cosa appare del resto perfettamente armonica rispetto ad un sistema che è profondamente mutato innanzitutto nella struttura economico sociale e quanto al ruolo assunto dai rapporti di credito nel mercato anche dei beni di prima necessità. Perfettamente armonica appare, ancora, nella logica di un sostanziale ribaltamento, rispetto alla progressiva diminuzione della effettiva negoziazione di diritti proprietari sui beni circolanti sui mercati; che vale a dire che i debitori sono, nel contempo, sempre meno proprietari poiché in misura crescente si rendono acquirenti di situazioni precarie, mediante rapporti parcellizzati in ragione del mero godimento protratto nel tempo.

Per sintetizzare quest’ultimo movimento, potremmo dire che il motore del mercato dei beni, che nello scorso millennio era il reddito, è divenuto oggi il debito. Ciò determina indubbiamente un mutamento di ruolo anche tecnico dell’obbligazione nella dinamica della circolazione della ricchezza. Quello che occorre chiedersi dinanzi a figure come quella descritta è se esse non alterino l’istituto dell’obbligazione anche nella sua sostanza tecnica. Probabilmente alterato è il rapporto tra responsabilità personale e responsabilità patrimoniale rispetto alle costruzioni prevalenti nel secolo scorso, forse anche lo è l’elemento dell’interesse del creditore in quanto dal principio centrato non già sulla prestazione ma sui diritti che gli consentono di esercitare prerogative di stampo dominicale direttamente su beni o porzioni di patrimonio destinati alla sua soddisfazione.

Del resto, della struttura tradizionale del rapporto obbligatorio già da tempo si è trasformato il ruolo dell’elemento del rischio, reputato accidentale ed esterno dalla letteratura classica e oggi divenuto invece essenziale sulla scorta di note evoluzioni dei mercati finanziari. Tutte

queste mutazioni semplicemente confermano la sensibilità degli istituti rispetto alla realtà sulla quale sono destinati a operare. Su di essi occorrerà riflettere verificandone la coerenza non tanto o non soltanto con l'obbligazione degli artt. 1173 ss. c.c. ma anche e soprattutto con il grappolo delle discipline recenti – da quelle sul credito al consumo e sul mutuo a quelle sul sovraindebitamento e sulle procedure concorsuali a quelle sui mercati finanziari e assicurativi a quelle, infine, sulle crisi bancarie – le quali danno vita a un sistema nuovo profondamente diverso da quello che ha visto la nascita e lo sviluppo della teoria delle obbligazioni su cui si sono formate generazioni di giuristi.

Derivati e usura*

1. Complessità dei prodotti e ordinamento del mercato finanziario

La locuzione “derivati e usura” evoca, già a livello lessicale, il problema della difficoltà di tracciare una netta linea di demarcazione fra i diversi segmenti del mercato finanziario e, in particolare, fra l’ordinamento del credito e quello del mercato finanziario, in senso stretto (o del mercato mobiliare, che dir si voglia).

È, questo, uno dei temi centrali nella riflessione degli studiosi del diritto dell’economia, stimolata dalla proliferazione, negli ultimi anni, di *prodotti complessi*, che assemblano o incorporano componenti riconducibili ai diversi segmenti del mercato finanziario (si pensi, ad es., alle polizze *index/unit linked* ovvero ai mutui indicizzati) e, più in generale, dalla realizzazione, ad opera dell’autonomia privata, di *complesse operazioni economiche*, che coniugano la distinzione formale fra diversi contratti con l’unicità dell’assetto di interessi realizzato (emblematica la vicenda dei prodotti “My Way” e “For You”).

In concreto, la questione dei “derivati usurari” si è posta nel vasto e articolato contenzioso originato dalla negoziazione di strumenti finanziari derivati non standardizzati (fondamentalmente: IRS), le cui peculiarità risiedono nella utilizzazione dello strumento finanziario per realizzare peculiari obiettivi (*lato sensu*: di investimento) del cliente, in genere ricondotti - non senza un margine di approssimazione - alla “copertura” ovvero alla “speculazione”.

Al riguardo, mette conto, preliminarmente, fornire alcune precisazioni, di carattere, per così dire, lessicale, in particolare, sull’uso della locuzione “obiettivi di investimento”, “copertura”, “speculazione”. Non senza aver chiarito che, in questa sede, si procederà non tanto a un’analisi tecnica dettagliata della valutazione di singole fattispecie, quanto, piuttosto, al tentativo di fornire un inquadramento sistematico dei problemi emersi nella prassi e, in

* Il presente scritto riprende la relazione tenuta al Convegno “Usura. Temi attuali del contenzioso” organizzato dalla rivista *Diritto Bancario* a Milano il 25 gennaio 2018.

questo contesto, di saggiare la “tenuta” complessiva di costruzioni teoriche e soluzioni operative.

In termini generali, può dirsi che la negoziazione di strumenti finanziari derivati non standardizzati pone all’interprete problemi peculiari, che non ricorrono, negli stessi termini, nel caso di negoziazione di strumenti finanziari derivati standardizzati, nei mercati regolamentati. In quest’ultimo caso, in effetti, il ricorso alle tecniche “spersonalizzate” di negoziazione, nel contesto delle dinamiche del mercato, non lascia emergere la peculiare conformazione che le parti imprimono all’operazione di investimento. In termini giuridici, può dirsi che la ragione dello scambio non si manifesta in termini differenti, rispetto a una compravendita di un qualsiasi bene e il derivato realizza appieno la sua naturale “vocazione all’astrattezza”, appunto perché l’ordinamento vede e riconosce una giustificazione obiettiva - e, per così dire, autosufficiente - dell’operazione economica realizzata, nella compravendita di un “prodotto finanziario” nel mercato, in conformità con criteri obiettivi ed “esterni” di determinazione del prezzo (e, dunque, di “quotazione del rischio”)¹.

Non così, nel caso di negoziazione di strumenti derivati non standardizzati, là dove, all’opposto, ha luogo una “personalizzazione” delle negoziazioni (e, prima ancora, della stessa strutturazione del prodotto), in funzione delle particolari esigenze (*i.e.*, gli obiettivi di investimento) del singolo cliente. In questo caso soltanto, il “prodotto” coincide con il contratto di negoziazione, *inter partes*.

Per questa ragione, la dottrina e la giurisprudenza più attente hanno colto e affrontato il problema della giustificazione causale dell’operazione economica complessivamente realizzata, secondo quella risalente e sempre controversa tecnica di valutazione della causa in concreto (o della meritevolezza degli interessi)².

¹ Cfr. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, p. 170 ss.

² Fra i contributi dottrinali più recenti e significativi, si segnalano quelli di M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, 446 ss., e di ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, spec. p. 177, ove il rilievo che, nella tipologia di derivati in esame, le parti utilizzano lo strumento finanziario derivato “in modo diverso da quello suo social-tipico”, prescindendo dalle valutazioni di mercato e dalla sua logica collettiva, anche nella “quotazione del rischio”. Per questa ragione, la giustificazione causale

In questo contesto si colloca la contrapposizione fra derivati “di copertura” e “speculativi”, a taluno apparsa sfuggente ovvero mal posta, in ragione dell’insopprimibile presenza di una componente speculativa anche nei c.d. derivati di copertura, pur sempre riconducibili al genere delle “legalmente autorizzate”³.

Questo genere di obiezioni non appare persuasivo, poiché si fonda sulla considerazione atomistica e, per così dire, “tipica” (dunque: astratta) del contratto derivato, prescindendo del tutto dal suo collegamento con una sottostante “posizione”. È, questo, un approccio di dubbia compatibilità con la disciplina dei servizi di investimento (art. 23, co. 5, T.U.F.), nel cui ambito di applicazione non vi è spazio per il derivato puramente speculativo, negoziato fra astratti soggetti di diritto, che “scambiano” flussi di pagamento per ragioni imperscrutabili, ma, oggettivamente, pur sempre riconducibili alla compravendita a termine di un differenziale di valore (è, questa, la c.d. teoria dello scambio in sé o del “sinallagma puro”, già di dubbia compatibilità con i principi fondamentali del diritto delle obbligazioni

dell’operazione deve essere ricercata “in una più ampia considerazione delle circostanze soggettive e individuali in cui viene realizzata”. Nella giurisprudenza di merito, cfr., fra le altre, da Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Banca e Borsa*, 2012, II, 386; Trib. Lucera, 26 aprile 2012 e App. Trento, 3 giugno 2013, in *Giur. comm.*, 2014, II, 62, con nota di ROBUSTELLA *La rilevanza della causa concreta nei contratti di interest rate swap*. Sull’argomento si rinvia a A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca e Borsa*, 2013, I, 84.

³ Il *leading case*, sul punto, è App. Milano, 18 settembre 2013, in *Banca e Borsa*, 2014, II, 283, con nota critica di A. TUCCI, *interest rate swaps: “causa tipica” e “causa concreta”*. Nella giurisprudenza di legittimità, cfr., pur se incidentalmente, Cass., n. 9996/2014, p. 14 del dattiloscritto. All’opposto, nel senso indicato nel testo, cfr. Trib. Torino, 24 aprile 2014 (reperibile nel sito “ilcaso.it”). In quest’ultimo provvedimento, il Tribunale di Torino evidenzia l’astrattezza dell’approccio inaugurato dalla Corte d’Appello di Milano, che non tiene conto del possibile collegamento fra il contratto derivato e un preesistente o coevo rapporto (es., di mutuo). Il che renderebbe di scarsa utilità pratica — se non addirittura fuorviante — la descrizione “isolata” del contratto derivato, in termini di “scommessa”. In dottrina, cfr. le puntualizzazioni (non del tutto coincidenti) di CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di Maffei, Milano, 2013, 204, e di DI RAIMO, *Dopo la crisi, come e più di prima*, ivi, 73; SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni degli interest rate swaps*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, pp. 5 e 8.

e dei contratti⁴).

Una corretta impostazione del problema dovrebbe, per contro, verificare, in concreto, se le parti hanno inteso *utilizzare* uno strumento finanziario *in funzione* di copertura e se la complessiva operazione economica – quale risulta dalla combinazione fra strumento derivato e rapporto sottostante imputabile al cliente – sia idonea a realizzare quella funzione⁵.

Emerge, così, la rilevanza e il peculiare atteggiarsi degli “obiettivi di investimento” del cliente, che l’intermediario (parte necessaria del contratto) non può ignorare e omettere di realizzare “al meglio” (art. 21 T.U.F.).

La locuzione “obiettivi di investimento” (di natura finanziaria) allude, dunque, a quel peculiare, unico e irripetibile assetto di interessi che, per il cliente, la negoziazione del derivato mira a conseguire. L’operazione economica realizzata con la negoziazione del derivato deve essere ricostruita e valutata in concreto dall’interprete, per accertarne la giustificazione agli occhi dell’ordinamento (è, questo, il controllo di meritevolezza degli interessi, di cui discorre – proprio in relazione a contratti IRS – la recente sentenza di Cass., n. 19013/2017).

Alla luce di queste premesse, è possibile affrontare il tema

⁴ Cfr. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell’attività di impresa e valutazione dell’intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 593; ID., *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. impr.*, 2009, 309; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 146; CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 355. Sul punto, cfr., da ultimo, i condivisibili rilievi di M. BARCELLONA, *Della causa*, cit., 459 ss. Per un più disteso tentativo di confutazione della tesi qui criticata, cfr. A. TUCCI, *Profili del contratto nell’investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 367 ss. Per una posizione non del tutto coincidente, cfr., tuttavia, DI RAIMO, *Dopo la crisi, come e più di prima*, cit., 76.

⁵ Si allude a quella “elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d’interesse, tipologia, etc.) dell’oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine”, che la Consob ha indicato fra i requisiti indispensabili per la qualificazione di un’operazione in termini di copertura, nella Comunicazione 26 febbraio 1999, DI/99013791. Questo aspetto è molto ben colto dalla recente sentenza di Cass., n. 19013/2017, in corso di pubblicazione in *Corr. giur.*, 2018, con nota di A. TUCCI, *Condotta dei contraenti e meritevolezza degli interessi nella prestazione dei servizi di investimento*.

specifico dell'usura nelle negoziazioni dei derivati, distinguendo, in particolare, l'ipotesi di uso, per così dire, fisiologico del derivato, in funzione di copertura, rispetto a un (preesistente o contestuale) indebitamento del cliente (§ 2), e l'ipotesi, per così dire, patologica, di uso improprio del derivato, prescindendo dalla considerazione di un preesistente e distinto rapporto, riferibile al cliente (§ 3). Si pensi al fenomeno, emerso nella prassi approdata nelle aule di tribunale, delle c.d. "rinegoziazioni", nel quale si assiste a una deviazione della concreta operazione economica dal modello riconosciuto come meritevole dall'ordinamento giuridico.

In entrambi i casi, il problema di fondo che si pone è quello della possibilità di tener conto del "costo del derivato", nella determinazione del tasso soglia di un finanziamento formalmente accordato ovvero, comunque, risultante dalla ricostruzione dell'operazione economica.

L'approccio seguito da coloro che ritengono legittima e doverosa l'inclusione del costo del derivato consiste, fondamentalmente, nel considerare - al di là dello schema giuridico utilizzato dalle parti - il risultato economico effettivamente realizzato, che può rivelarsi una sorta di "equivalente funzionale" di un'ordinaria operazione di credito, come tale soggetta alla valutazione in termini di usurarietà del tasso di interesse⁶.

Nella prospettiva sopra delineata, si è sottolineata la necessità di valutare se, in concreto, l'assetto del contratto concluso dalle parti costituisca "uno scambio di flussi fra le parti, nella prospettiva connaturata al *genus*", o se, invece, "risulti insita una finalità diversa o ulteriore rispetto a quella tipica del contratto"⁷.

La concomitante valutazione dell'operazione, alla stregua dell'ordinamento del mercato finanziario e dell'ordinamento bancario, nonché della disciplina di diritto comune, condurrebbe, dunque, a una pluri-qualificazione della fattispecie, con concorso di disciplina applicabile (es., la qualificazione in termini usurari potrebbe coesistere - e, in genere, coesisterà - con la valutazione in termini di violazione

⁶ Cfr., ad esempio, l'impostazione di BARONE, *Derivati e usura*, Relazione al 1° Convegno Nazionale sulla Finanza Derivata Centro Studi Alma Iura Milano, Palazzo delle Stelline - 11-12 aprile 2014, p. 16.

⁷ MARCELLI, *L'usura nei derivati* (2012), p. 10, richiamando la teorica della causa concreta.

delle regole di condotta nella prestazione dei servizi d'investimento e di nullità civilistica ovvero di risoluzione o, ancora, annullamento e risarcimento del danno).

Proprio l'adozione della prospettiva dell'*operazione economica*, in luogo di quella, tradizionale, della *fattispecie contrattuale*, ha consentito la percezione del problema – sottolineato in apertura – della possibile “contaminazione” della disciplina applicabile, attingendo, in particolare, all'ordinamento del mercato finanziario (in senso stretto: mobiliare) e all'ordinamento del credito.

Le possibili “sovrapposizioni” dei diversi segmenti dell'ordinamento del mercato finanziario pongono all'interprete il problema di verificare la sussistenza di criteri univoci per stabilire le regole applicabili a un determinato contratto (es., tipologia di controparte ovvero causa o oggetto del contratto) e l'ammissibilità di interpretazioni estensive o analogiche delle norme di un determinato settore.

Questo aspetto emerge, ad esempio, nella sentenza della Corte d'Appello di Bologna, 11 marzo 2014, che accoglie l'idea di una “contaminazione” della disciplina applicabile a un modello contrattuale, a sua volta riconducibile a un settore dell'ordinamento del mercato finanziario (l'*IRS*, nel caso di specie), con quella di altro modello, pure presente, nel caso di specie, sulla base della ricostruzione accolta dalla Corte (*i.e.*, il finanziamento del cliente-ente pubblico)⁸.

L'approccio sopra illustrato, peraltro, si basa su un assioma – chiaramente enunciato – che non può dirsi immune da censure. Lo *swap* sarebbe uno scambio di flussi fra le parti (ovvero, “una lecita scommessa bilaterale su tassi”, secondo la Corte d'Appello di Bologna, che riecheggia una fortunata costruzione dottrinale⁹). Questa

⁸ Cfr. quanto si legge nel § 4.1.1., p. 13, in merito alla disciplina applicabile alle “tipologie contrattuali miste”. Nel caso di specie, il problema riguardava l'applicabilità della disciplina speciale per l'assunzione di un indebitamento, da parte del Comune, nel caso di negoziazione di contratti derivati (*IRS*), che prevedevano il pagamento di un *up front*, da parte dell'intermediario.

⁹ Cfr. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, I, 1096. Per un più approfondito esame di questa impostazione, si rinvia ad A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 367 ss.

definizione, peraltro – al di là delle possibili censure di carattere metodologico –, pecca per difetto, cogliendo soltanto, in termini descrittivi, il profilo che attiene alle prestazioni che formano oggetto del contratto. Come si è sopra chiarito, per contro, nell’ordinamento del mercato finanziario non trovano cittadinanza *swaps* che realizzano, puramente e semplicemente, uno scambio di flussi di pagamento, prescindendo da un rapporto preesistente, riferibile al cliente.

In altri termini, l’approccio in esame rischia di istituire una contrapposizione fra “*IRS puri*”, consistenti in meri scambi di flussi di pagamento, e “*IRS misti*”, che combinano l’operazione propriamente finanziaria, con un’operazione di natura creditizia, la quale reclamerebbe l’applicazione anche della disciplina repressiva dell’usura. Sennonché, così ragionando, si trascura la circostanza che la prima tipologia di *IRS* non ricorre – e non può ricorrere – nel contesto della prestazione dei servizi di investimento ed è di dubbia compatibilità con le regole e i principi generali del diritto delle obbligazioni e dei contratti, poiché non lascia emergere la giustificazione causale del programmato flusso di pagamenti, secondo la ricordata logica dello “scambio in sé”.

Questo genere di obiezioni non conduce, di per sé, alla negazione del problema dell’usura nei contratti derivati, ma intende suggerire una diversa impostazione, che prenda le mosse dalla ricostruzione della specifica operazione economica, piuttosto che dal tipo astratto. In questa diversa prospettiva sarà esaminata, ad esempio, l’ipotesi, pure ricorrente, nella prassi, di negoziazione di un derivato di copertura, contestualmente all’erogazione del finanziamento, per di più da parte di un medesimo intermediario (*infra*, § 2).

Un ulteriore (e differente) ostacolo, rispetto alla configurabilità di una “usurarietà dei derivati”, è di natura normativa, essendo riconducibile al diritto giurisprudenziale più recente, che parrebbe enfatizzare il c.d. principio di omogeneità (o “simmetria”) nella rilevazione delle voci di costo, ai sensi dell’art. 644, 4° co., cod. pen.

È noto, peraltro, che la questione evocata è stata, più di recente, rimessa alle Sezioni Unite, a seguito dell’ordinanza di rimessione di Cass., 20 giugno 2017, n. 15188, la quale ha evidenziato gli aspetti di debolezza del c.d. principio di omogeneità. In particolare, l’ordinanza ha osservato che: (i) “*il contesto della vigente legge antiusura non*

esplicita una regola di omogeneità dei dati in comparazione; e neppure la suppone in via necessaria"; (ii) le Istruzioni della Banca d'Italia – peraltro non espressamente prese in considerazione dalla L. n. 108 del 1996 (cfr. l'art. 2, che affida le rilevazioni trimestrali al Ministro dell'economia, "sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi") – *"sono in via espressa rivolte esclusivamente agli intermediari [...]. Le dette istruzioni, in altri termini, non hanno, né propongono, alcun contatto o interferenza con i negozi dell'autonomia dei privati"*; (iii) *"l'intera normativa di regolamentazione della materia usuraria - comprese le istruzioni dettate dalla Banca d'Italia va letta in termini di unitarietà sistematica, come focalizzate sulle regole manifestate dalla norma dell'art. 644 c.p."*¹⁰.

Sotto questo profilo, il problema dell'ammissibilità di un'usura nei (o per) i contratti derivati è *storico*, piuttosto che *logico*, nel senso che risente dalla storicità della determinazione dei diversi settori dell'ordinamento (del mercato finanziario, in particolare) e delle categorie utilizzate dall'interprete per ricostruire – riconducendola a una fattispecie astratta – la specifica operazione economica sottoposta al suo esame.

Questo aspetto è particolarmente evidente nelle situazioni di uso "patologico" dei derivati, là dove più marcata è la sensazione di una deviazione dal modello di *investimento*, nella direzione del *finanziamento* (opaco e "irregolare") di un'impresa, che versi in situazione di difficoltà economica, pur se, in genere, proprio a causa di pregresse operazioni di investimento.

Peraltro, anche nell'impiego apparentemente fisiologico del derivato potrebbe celarsi la realizzazione di una più complessa operazione di finanziamento, in elusione dei più stringenti limiti che l'ordinamento (del credito) pone all'impiego del denaro, rispetto a

¹⁰ La Suprema Corte ha, altresì, richiamato l'orientamento secondo cui *"le circolari e le istruzioni della Banca d'Italia non rappresentano una fonte di diritti e obblighi"* e *"nella ipotesi in cui gli istituti bancari si conformino ad una erronea interpretazione fornita dalla Banca d'Italia in una circolare, non può essere esclusa la sussistenza del reato sotto il profilo dell'elemento oggettivo"*. *"Le circolari o direttive, ove illegittime e in violazione di legge, non hanno efficacia vincolante per gli istituti sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, neppure quale mezzo di interpretazione"*.

quanto consentito nel mercato finanziario, là dove la remunerazione aleatoria del risparmio è connaturata alla stessa nozione di prodotto finanziario. E ciò sebbene anche quest'ultima affermazione possa risultare opinabile o, quanto meno, stereotipata, proprio rispetto all'utilizzazione dei derivati in funzione di copertura, come già si è avuto modo di precisare, a proposito della locuzione "obiettivi di investimento".

Un'ultima precisazione, alla luce dell'ultimo rilievo, e in una prospettiva "pratica".

Nella strategia difensiva in sede di controversie civili, il richiamo alla natura usuraria della complessiva operazione presenta, a quanto consta, carattere recessivo e, in ogni caso, appare assai più complesso - soprattutto sul versante probatorio - rispetto alla argomentazione incentrata sulla disciplina generale del contratto e su quella speciale, contenuta nel TUF. In particolare, alla luce dei più recenti orientamenti della giurisprudenza, anche di legittimità, soprattutto nel caso di IRS presentati come di copertura, ma, in realtà, non idonei ad assolvere a siffatta funzione, la *via brevis* della nullità sembra più agevolmente percorribile, nella prospettiva del cliente, di sottrarsi al pagamento dei differenziali ovvero (anche) di ottenere la restituzione dell'indebito.

2. Derivati di copertura e usura

La fattispecie tipica, nella quale il problema ricorre, vede la banca erogare al cliente un finanziamento a tasso variabile e, contestualmente, negoziare, con il cliente medesimo, un derivato su tassi di interesse, "parametrato" (quanto a nozionale, scadenze, tasso variabile) sul finanziamento medesimo, ma a tassi "invertiti" (*i.e.*, il cliente paga il variabile e riceve il fisso)¹¹.

¹¹ Si veda la fattispecie esaminata da Trib. Lucera, 26 aprile 2012 (ord., conf. da Trib. Lucera, 26 luglio 2012) apertura di credito accordata, ma non erogata, la cui efficacia è sospensivamente condizionata alla stipulazione di "Contratti Hedging" con le banche finanziatrici, i cui parametri sono stabiliti in funzione del finanziamento a tasso variabile. Secondo la giurisprudenza di legittimità, d'altronde, la disciplina dell'usura si applica a "tutti i contratti che prevedono la messa a disposizione di denaro dietro una remunerazione [...]". La pattuizione di interessi usurari non è, infatti, eventualità che si verifica nei soli contratti di mutuo, bensì in

La contestualità del derivato, rispetto a un finanziamento, potrebbe far pensare a una funzione di rafforzamento della garanzia del creditore e, dunque, a un'inclusione nel TEG.

A supporto di questa conclusione potrebbe giovare il richiamo alla recente pronuncia della Corte di Cassazione, 5 aprile 2017, n. 8806, che ha enunciato il principio secondo cui *«in relazione alla ricomprensione di una spesa di assicurazione nell'ambito delle voci economiche rilevanti per il riscontro dell'eventuale usurarietà di un contratto di credito è necessario e sufficiente che la detta spesa risulti collegata all'operazione di credito. La sussistenza del collegamento, se può essere dimostrata con qualunque mezzo di prova, risulta presunta nel caso di contestualità tra la spesa e l'erogazione»*.

Sulla base di questo ragionamento, la Suprema Corte ha svalutato la contrapposizione fra spese *obbligatorie* e spese *facoltative*, riaffermando la “centralità sistematica” dell'art. 644, 4° co, cod. pen., anche in sede di interpretazione delle *Istruzioni di vigilanza* della Banca d'Italia [a quest'ultimo riguardo, si potrebbe richiamare la clausola generale di chiusura, presente nel punto 8) della Sez. I C4 (*“ogni altra spesa ed onere contrattualmente previsti, connessi con l'operazione di finanziamento”*)].

In definitiva, ancorché, tecnicamente, non riconducibile all'assicurazione¹², il costo del derivato di copertura rientrerebbe fra le spese *collegate alla erogazione del credito*, ex art. 644, 4° co., cod. pen., e dovrebbe, pertanto, essere tenuto in considerazione nell'accertamento di una eventuale pattuizione di un tasso di interesse usurario.

Più complessa appare, per contro, la fattispecie – forse più ricorrente, nella prassi – del cliente già indebitato, in ragione della sua attività (in genere: d'impresa), che conclude un IRS a copertura del rischio tassi sull'indebitamento (non originato da precedenti operazioni in derivati).

qualsivoglia contratto avente funzione creditizia al quale può essere associata la corresponsione di interessi, compresa dunque l'apertura di credito in conto corrente” (Cass., n. 12965/2016).

¹² Sul punto, si vedano le puntualizzazioni di DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di Cortese e Sartori, Pisa, 2010, 46-47; CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 173 ss.

Certo, anche in questo caso, si potrebbe osservare che, in effetti, il cliente avrebbe potuto, più semplicemente, “coprire” un indebitamento con un mutuo a tasso fisso. La negoziazione dell’IRS realizzerebbe “sinteticamente” lo stesso risultato, almeno sotto il profilo della neutralizzazione del rischio tasso, o, meglio, della sua trasformazione da variabile in fisso¹³.

In questo contesto, la combinazione dell’IRS e del finanziamento risulterebbe “preordinata e coordinata a realizzare la tipologia del diverso finanziamento che si intende conseguire”, con conseguente, concomitante, applicazione della disciplina del mercato finanziario e di quella del settore creditizio¹⁴.

In termini generali, una possibile – ancorché, forse, non decisiva – obiezione, rispetto a questo approccio, si basa sul rilievo che l’IRS non tutela il finanziatore dal rischio di credito, ma il finanziato dal rischio di mercato (*i.e.*, andamento dei tassi di interesse). In effetti, il creditore trae soltanto un vantaggio indiretto, e di mero fatto, dalla copertura del cliente. Il rilievo, a ben vedere, potrebbe valere anche rispetto alla prima tipologia di operazione contemplata, nella quale l’intermediario-finanziatore “pretende” la copertura del rischio tassi, contestualmente generato.

Piuttosto che una preordinata e coordinata combinazione di IRS e finanziamento, dunque, sussisterebbe una mera equivalenza negli effetti economici, di per sé, non sintomatica di una comune intenzione elusiva della disciplina anti-usura e, giuridicamente, del tutto

¹³ Per questa impostazione, cfr., soprattutto, MARCELLI, il quale rileva che un finanziamento al tasso variabile (Euribor) + 1,30%, combinato con un Swap variabile (Euribor) contro fisso al 4,19%, è del tutto equivalente ad un finanziamento al tasso fisso del 5,49%. Così come, reciprocamente, un finanziamento al tasso fisso del 5,49%, combinato con un Swap fisso al 4,19% contro variabile (Euribor), è del tutto equivalente ad un finanziamento al tasso variabile (Euribor) maggiorato dell’1,30%. Donde la conclusione: “Se le due operazioni – finanziamento e *Swap* – sono concomitanti, o comunque sussiste un’esplicita finalità a conseguire la risultante dell’effetto congiunto, appare coerente con l’applicazione dell’art. 644 c.p., per la verifica dell’usura, valutare interessi, commissioni e spese, congiuntamente considerati nelle due operazioni effettuate, sommando sia gli oneri previsti nel contratto di finanziamento, sia i margini impliciti compresi nell’operazione di *Swap*. È il finanziamento risultante che va raffrontato alla soglia d’usura prevista dai decreti ministeriali”.

¹⁴ In questi termini: MARCELLI, pp. 61 e 64.

irrilevante (almeno nella prospettiva della possibile applicazione della disciplina repressiva dell'usura).

La tesi contraria a includere il costo dei derivati di copertura nella determinazione del tasso soglia ha trovato un autorevole riscontro proprio nella Banca d'Italia, in sede di *“Risposte ai quesiti pervenuti in materia di rilevazione dei tassi effettivi globali ai sensi della legge sull'usura, § C3”*, là dove l'Autorità di vigilanza ha ritenuto che, “nel caso in cui il cliente mutuatario abbia sottoscritto uno strumento finanziario derivato, al fine di coprirsi dalle eventuali oscillazioni che il tasso di interesse contemplato dal contratto di finanziamento potrebbe subire nel corso del rapporto (ad es. interest rate swap che colleghi un finanziamento a tasso variabile a un tasso fisso predeterminato)”, [non è corretto] considerare ai fini della segnalazione il tasso di interesse risultante a seguito del contratto derivato e non quello previsto dal contratto di finanziamento, a cui il primo risulta collegato”.

In questa direzione depone, come si è osservato, anche l'orientamento manifestato dalla Suprema Corte, in particolare, nella sentenza n. 2965/2016, che, ha enunciato il principio della omogeneità fra criteri adottati per la rilevazione del TEGM e criteri per valutare il TEG del singolo rapporto¹⁵.

¹⁵ Pur affrontando *ex professo* il tema della rilevanza della CMS per il calcolo del TEG, la Suprema Corte ha statuito, in termini generali, che nella verifica dell'usura non si può prescindere dalla coerenza e omogeneità tecnica tra il tasso misurato e il tasso soglia usato come parametro, di fatto validando la sola modalità tecnica di calcolo dettata dalla Banca d'Italia nelle sue Istruzioni. La Suprema Corte, in particolare, ha statuito che *“la fattispecie della cd. usura oggettiva (presunta), o in astratto, è integrata a seguito del mero superamento del tasso-soglia, che a sua volta viene ricavato mediante l'applicazione di uno spread sul TEGM; posto che il TEGM viene trimestralmente fissato dal Ministero dell'Economia sulla base delle rilevazioni della Banca d'Italia, a loro volta effettuate sulla scorta delle metodologie indicate nelle più volte richiamate Istruzioni, è ragionevole che debba attendersi simmetria tra la metodologia di calcolo del TEGM e quella di calcolo dello specifico TEG contrattuale. Il giudizio in punto di usurarietà si basa infatti, in tal caso, sul raffronto tra un dato concreto (lo specifico TEG applicato nell'ambito del contratto oggetto di contenzioso) e un dato astratto (il TEGM rilevato con riferimento alla tipologia di appartenenza del contratto in questione), sicché - se detto raffronto non viene effettuato adoperando la medesima metodologia di calcolo - il dato che se ne ricava non può che essere in principio viziato. In definitiva, può sostenersi che quand'anche le rilevazioni effettuate dalla Banca d'Italia dovessero*

L'opposto orientamento sottolinea, peraltro, che, soprattutto a seguito della novella introdotta dalla l. n. 2/09, i criteri di rilevazione del TEGM impongono di includere qualsiasi remunerazione dipendente dall'utilizzazione di fondi¹⁶, non lasciando alle autorità

*considerarsi inficiate da un profilo di illegittimità (per contrarietà alle norme primarie regolanti la materia, secondo le argomentazioni della giurisprudenza penalistica citata), questo non potrebbe in alcun modo tradursi nella possibilità, per l'interprete, di prescindervi, ove sia in gioco - in una unitaria dimensione afflittiva della libertà contrattuale ed economica - l'applicazione delle sanzioni penali e civili, derivanti dalla fattispecie della cd. usura presunta, dovendosi allora ritenere radicalmente inapplicabile la disciplina antiusura per difetto dei tassi soglia rilevati dall'amministrazione. Ed in effetti, l'utilizzo di metodologie e formule matematiche alternative, non potrebbe che riguardare tanto la verifica del concreto TEG contrattuale, quanto quella del TEGM: il che significa che il giudice - chiamato a verificare il rispetto della soglia anti-usura - non potrebbe limitarsi a raffrontare il TEG ricavabile mediante l'utilizzo di criteri diversi da quelli elaborati dalla Banca d'Italia, con il TEGM rilevato proprio a seguito dell'utilizzo di questi ultimi, ma sarebbe tenuto a procedere ad una nuova rilevazione del TEGM, sulla scorta dei parametri così ritenuti validi, per poi operare il confronto con il TEG del rapporto dedotto in giudizio. [...]. Ne consegue che il D.L. n. 185 del 2008, art. 2-bis, introdotto con la L. di conversione n. 2 del 2009, non è norma di interpretazione autentica dell'art. 644 c.p., comma 3, bensì disposizione con portata innovativa dell'ordinamento, intervenuta a modificare - per il futuro - la complessa disciplina anche regolamentare (richiamata dall'art. 644 c.p., comma 4) tesa a stabilire il limite oltre il quale gli interessi sono presuntivamente sempre usurari, derivandone ai fini qui di interesse - che per i rapporti bancari esauritisi prima del 1 gennaio 2010, allo scopo di valutare il superamento del tasso soglia nel periodo rilevante, non debba tenersi conto delle CMS applicate dalla banca ed invece essendo tenuto il giudice a procedere ad un apprezzamento nel medesimo contesto di elementi omogenei della remunerazione bancaria, al fine di pervenire alla ricostruzione del tasso-soglia usurario". Sul principio di simmetria TEG/TEGM, cfr. anche il Collegio di Coordinamento dell'Arbitro Bancario Finanziario, Dec. 28 marzo 2014, n. 1875. In dottrina, per l'opposta tesi, cfr. FARINA, *Sindacato e disapplicazione dei decreti ministeriali in tema di usura e rilevanza dell'operazione economica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 465 ss.*

¹⁶ Cfr. l'art. 2-bis, co., 2, D.L. 29 novembre 2008, n. 85, conv. in L. 28 gennaio 2009, n. 2: "Gli interessi, le commissioni e le provvigioni derivanti dalle clausole, comunque denominate, che prevedono una remunerazione, a favore della banca, dipendente dall'effettiva durata dell'utilizzazione dei fondi da parte del cliente, dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, sono comunque rilevanti ai fini dell'applicazione dell'articolo 1815 del codice civile, dell'articolo 644 del codice penale e degli articoli 2 e 3 della legge 7 marzo 1996, n. 108".

amministrative alcun margine di discrezionalità, rispetto ai principi enunciati dall'art. 644, cod. pen.¹⁷.

Alla luce di quanto sin qui osservato, può dirsi che, *concettualmente*, la negoziazione di un derivato di copertura, *contestualmente* a un'operazione di finanziamento, può apparire del tutto sovrapponibile a un finanziamento erogato a condizioni economiche risultanti dalla "combinazione" dei due contratti. L'equivalenza funzionale è, poi, rafforzata, allorché il finanziatore e il negoziatore siano il medesimo intermediario.

Non così, per contro, nel caso di negoziazione di uno strumento finanziario derivato per coprire un preesistente indebitamento, poiché, in tal caso, ricorre, a ben vedere, proprio la fattispecie "tipica", riconosciuta dall'ordinamento del mercato finanziario. L'equivalenza con un'operazione di credito è, per così dire, una mera circostanza di fatto, l'effetto di un'operazione finanziaria (formalmente: di investimento).

Anche rispetto alla prima ipotesi, peraltro, oltre alle segnalate obiezioni di carattere "concettuale" (credito vs. investimento), la disciplina vigente, così come interpretata dalla giurisprudenza di legittimità (nell'attesa delle Sezioni Unite), può costituire un ostacolo – appunto, di carattere *normativo* – all'idea di cumulare i costi formalmente imputabili al finanziamento con quelli del derivato di copertura.

3. Derivati speculativi e usura

La fattispecie più ricorrente, nel contenzioso fra banche e clienti, è quella della "rinegoziazione" di uno o più precedenti derivati¹⁸. Le parti estinguono l'operazione e, contestualmente, ne concludono un'altra, nella quale i parametri sulla cui base saranno calcolati i flussi di pagamento a carico del cliente sono determinati "inglobando" il costo dell'estinzione della prima operazione. Il conseguente squilibrio genetico della seconda operazione è – in tutto o in parte – neutralizzato dal versamento di una somma *up-front*, da parte della

¹⁷ Così MARCELLI, p. 65, nt. 64.

¹⁸ Per vero, l'ipotesi di una negoziazione di strumenti derivati del tutto avulsa da preesistenti rapporti giuridici riferibili al cliente non sembra porre un problema di usura, bensì di nullità per non meritevolezza degli interessi realizzati dalle parti.

banca, a favore del cliente. Il costo di estinzione non è pagato a pronti dal cliente, ma è dilazionato nel tempo. Una variante registra l'effettivo addebito in conto del differenziale negativo di chiusura, "compensato" da una somma "*up-front*".

Secondo la "vulgata" dell'analisi finanziaria, l'*up front* è la somma che deve essere versata da un contraente all'altro, nel caso di *swap non par*, appunto per compensare lo squilibrio iniziale del valore delle prestazioni¹⁹.

La qualificazione di questa erogazione di denaro, in termini giuridici, è, però, controversa e ha alimentato il dibattito sulla possibile rilevanza di queste complesse operazioni, rispetto alla disciplina repressiva dell'usura.

Un orientamento dottrinale ritiene che l'IRS con *up-front* sia, in realtà, un contratto di credito (finanziamento per cassa), sia pure con la caratteristica di presentare una aleatorietà nella restituzione della somma data a credito. Il cliente, infatti, riceve un finanziamento, che dovrà restituire, mediante l'obbligo dei pagamenti periodici futuri, al netto dei pagamenti che riceverà. Si tratterebbe, dunque, di un "finanziamento speculativo"²⁰.

Se, dunque, per l'analista finanziario l'*up front* è il congegno che rende *par* un IRS altrimenti squilibrato a vantaggio dell'intermediario – giusta la previsione di "costi impliciti", a carico del cliente, appunto

¹⁹ Cfr. quanto si legge nell'Audizione Dott. Massimo Tezzon, Direttore Generale Consob, avanti alla VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati del 30/10/2007 "Al momento della stipula il valore del derivato deve essere *par*. L'Allegato 3 al Regolamento Consob n° 11522/98, al paragrafo 4 della parte B, intitolato "Operazioni su strumenti derivati eseguite fuori dai mercati organizzati. Gli Swaps", precisa che "alla stipula del contratto, il valore di un swap è sempre nullo", la somma algebrica attualizzata dei flussi positivi e negativi e del valore delle opzioni scambiate deve essere pari a zero. Ove invece gli Swap fossero ab origine contratti „non par“, ossia laddove presentassero "al momento di stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato", l'equilibrio finanziario delle condizioni di partenza sarebbe ristabilito "attraverso il pagamento di una somma di denaro" da parte del contraente avvantaggiato" al contraente "svantaggiato" e "tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*". In dottrina, cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 469 ss.

²⁰ In questi termini: SCOTTI CAMUZZI, *Sulla natura dell'upfront dei contratti IRS*, in *Swaps tra banche e clienti*, a cura di Maffei, Milano, 2014, 255, nt. 6.

consistenti nella differenza fra il valore dello specifico *IRS*, al momento della sua conclusione, e il c.d. *fair value*, per definizione pari a zero, calcolato applicando modelli matematico-probabilistici generalmente riconosciuti –, giuridicamente, l'erogazione dell'*up front* verrebbe a soddisfare un'esigenza di liquidità del cliente o, comunque, arrecherebbe a quest'ultimo un'utilità, consistente nella disponibilità immediata del denaro. Donde la qualificazione in termini di finanziamento, come tale soggetto, fra l'altro, alla disciplina in materia di usura²¹.

In termini operativi, l'importo dell'*up front* determina un "rincarò" del saldo dei flussi di pagamento, per effetto del quale il cliente rimborserebbe il capitale iniziale, sostanzialmente, in conformità con un "piano di rimborso", nel quale il tasso di interesse non coincide con quello "di mercato" dello *swap*.

Movendo da queste premesse, si è altresì osservato che, nel contesto della complessiva operazione economica, la componente "pura" dello *swap* mantiene la sua natura aleatoria, rendendo incerto il flusso dei pagamenti risultante dalla "commistione" delle due componenti (finanziamento e *swap*); il che, peraltro, non verrebbe a inficiare la natura certa e determinata del piano di rientro²².

Si avrebbe, dunque, una utilizzazione dello *swap* con funzione creditizia, secondo l'intenzione del cliente, assecondata (o "suggerita") dalla banca. Lo "*swap* con *up front*" sarebbe il risultato della "combinazione" di un finanziamento e di un *swap* e, come tale, sarebbe soggetto, tra l'altro, alla disciplina in materia di usura²³.

La qualificazione in termini di finanziamento, d'altronde, potrebbe

²¹ MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 648; PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa*, in *Swap tra banche e clienti*, cit., 240-241.

²² Cfr. MARCELLI, 22.

²³ Cfr. MARCELLI, p. 26, nonché l'esemplificazione, a p. 68: "È del tutto equivalente, da un punto di vista finanziario, con un tasso *Swap* di mercato del 4,18% (3,98% + 0,20% di margine di intermediazione) su cinque anni, convenire – su un nozionale di € 1.000 - uno *Swap* ad un tasso più alto, 7,23%, a fronte di un *up-front* di € 100, oppure contrarre un finanziamento quinquennale di € 100 al 17% ed un puro *Swap* al tasso di mercato del 4,18%. D'altra parte il rischio di credito assunto dalla banca è il medesimo. Con una soglia d'usura pari al 16,89% (gennaio/marzo 2012), lo *Swap* con *up-front* sopra riportato configurerebbe un finanziamento usurario".

coesistere con la natura di “incentivo”, che la banca fornisce al cliente, per concludere un contratto “squilibrato”; il che, per vero, può trovare un riscontro empirico, là dove - come spesso è accaduto - risulti che l’up front fosse inferiore a quanto dovuto per rendere par il derivato.

Occorrerebbe, ulteriormente, distinguere, infine, l’ipotesi del mero up front, da quella dell’up front che, semplicemente, neutralizza il contestuale addebito del derivato “rinegoziato”. In questo caso, l’intermediario finanzierebbe l’addebito e ne otterrebbe la restituzione nel tempo, mediante il pagamento di differenziali “squilibrati”, nel nuovo IRS²⁴.

In tutte le fattispecie sopra illustrate, si è affermato che “in presenza di un *up front*, che integra un finanziamento, la natura giuridica dei costi impliciti è quella di remunerazione di un finanziamento sicché la misura dei costi impliciti deve essere verificata, innanzitutto, alla stregua della disciplina dei c.d. tassi soglia di cui alla legge 108/1996, atteso che l’intermediario, contestualmente alla conclusione del nuovo contratto derivato, “si fa [...] promettere [...] in corrispettivo di una prestazione di denaro [...] interessi o altri vantaggi”.

L’up-front non rappresenterebbe la mera anticipazione dei futuri flussi di pagamento; ciò in quanto esso precede e determina la strutturazione del derivato, nel senso che incide sul margine che viene aggiunto al flusso aleatorio del derivato²⁵.

²⁴ Cfr. MAFFEIS (2013): “Nel caso della rinegoziazione, la somma addebitata non rappresenta, se non *in apparenza*, il corrispettivo di un mutuo dissenso: non si tratta del corrispettivo di un mutuo dissenso, ma del corrispettivo *della rinegoziazione*, perché la sua quantificazione è *preceduta* dall’accordo tra intermediario ed investitore circa l’accredito di identica somma, l’*up front*, nel contesto della rinegoziazione, sicché *maggiore* è il c.d. costo di estinzione anticipata del derivato, *maggiore* è lo squilibrio delle alee del nuovo IRS, e ciò a detrimento dell’investitore. Ma in realtà lo squilibrio è ancora maggiore, perché l’IRS rinegoziato con un *up front* di 100 contiene, *a sua volta*, nuovi costi impliciti, e così avrà un *fair value* pari, ad es., a 130 [...]. L’eventuale erogazione di un importo *up front*, che l’economista quantitativo considera funzionale al riequilibrio (totale o parziale) del derivato, ha, giuridicamente, una schietta natura di *mutuo fra scommettitori*: l’intermediario riconosce denaro all’investitore come imprescindibile condizione perché questi scommetta (variante, in caso di rinegoziazione: perché continui a scommettere)”.

²⁵ Cfr. MARCELLI, p. 11, anche per il rilievo che si tratta di un finanziamento, nel quale non è previsto l’obbligo del cliente di restituire l’up front, essendo questo risultato ottenuto “rincarando” il saldo dei flussi a carico del cliente. Il che incide

La tesi sopra sintetizzata presta il fianco a obiezioni, pur cogliendo la sostanza economica delle operazioni descritte.

Sotto un profilo formale, la somma erogata *up-front* dalla Banca non costituisce oggetto di un'obbligazione restitutoria, in capo al cliente, se non indirettamente e *di fatto*, in virtù della sua "incorporazione" nei flussi di pagamento futuri, in esecuzione del contratto IRS. Il regolamento contrattuale, in effetti, non contempla alcun obbligo di restituzione dell'*up-front*, a carico del cliente; il che potrebbe costituire indizio dell'assenza di una funzione di finanziamento, con conseguente riconduzione della fattispecie nell'alveo dell'investimento finanziario, ferme restando le possibili patologie del rapporto, alla luce dell'ordinamento del mercato finanziario e del diritto comune delle obbligazioni e dei contratti.

L'assenza di un'obbligazione restitutoria può risultare non decisiva, nella prospettiva dell'analisi finanziaria, che valorizza la sostanziale equivalenza dei risultati, al di là degli schemi giuridici utilizzati dalle parti. Non altrettanto può dirsi, peraltro, nella dimensione giuridica e, in particolare, penalistica, nell'interpretazione della norma penale incriminatrice, contenuta nell'art. 644, cod. pen. In questa prospettiva – che sembra, per vero, preferibile, in materia di usura, anche alla luce delle recenti statuizioni di Cass., Sez. Un., 19 ottobre 2017, n. 24675, in merito alla unitarietà del divieto di usura, in sede penale e civile – potrebbe risultare problematico ravvisare nel pagamento dei flussi periodici "sbilanciati" il *corrispettivo* della prestazione di denaro (*i.e.*, l'*up-front*), ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 644, cod. pen. Salva, forse, l'ipotesi in cui risulti provato un intento elusivo della disciplina dell'usura, nella artificiosa creazione di un'operazione di investimento, avente il fine esclusivo e comune alle parti di erogare un finanziamento al cliente, da rimborsare secondo le modalità sopra descritte. Per questi aspetti, il problema si pone, fondamentalmente, in

solo sul costo, non anche sul rischio assunto. Donde il rilievo, secondo cui "non risulta, in generale, corretto sostenere che *"l'up-front costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio maggiore"* (Corte d'Appello Trento 5/3/09, ilcaso.it): il rischio non aumenta, aumenta solo il costo". E ciò in quanto "se un pagamento è riferito ad un tasso aleatorio, l'alea non aumenta se si aggiunge una costante al tasso. Solo se lo *spread*, anziché additivo, fosse fissato in proporzione all'Euribor, cioè in termini moltiplicativi, l'alea si estenderebbe anche allo *spread*".

termini di (non agevole) onere probatorio, a carico di chi afferma la sussistenza di una fattispecie usuraria.

Non immune da possibili censure si rivela anche l'affermazione secondo cui la restituzione dell'*up-front*, con i rispettivi interessi, sarebbe "certa e determinata", pur potendo "risultare compensata con le risultanze opposte rivenienti dalla natura aleatoria dello swap"²⁶. Così argomentando, infatti, si finisce per "scorporare", nel contesto di un'operazione unitaria, la componente (ritenuta) propriamente di investimento, da quella che, invece, avrebbe natura creditizia, rappresentando la restituzione del finanziamento. Un investimento "squilibrato" e "inadeguato" è dall'interprete (non senza un margine di arbitrarietà) riqualificato in termini di finanziamento aleatorio.

In definitiva, sembra più agevole ritenere che il pagamento dell'*up front* funga da strumento di riequilibrio del valore economico iniziale delle prestazioni a carico delle parti, nel contratto *IRS* "rinegoziato", e, dunque, rientri nella logica dell'*investimento finanziario*.

Permangono, come si è detto, possibili e diverse censure, rispetto alla complessiva operazione economica realizzata dalle parti, alla luce della disciplina dei servizi di investimento e di quella generale delle obbligazioni e dei contratti.

Per vero, l'utilizzazione "anomala" del contratto derivato appare di dubbia compatibilità con la disciplina dei servizi di investimento e, in particolare, con il principio del "servire al meglio" l'interesse del cliente (art. 21 T.U.F.).

Quanto mai incerto risulta, infine, il fondamento causale dell'erogazione effettuata dall'intermediario al cliente, come testimoniano anche le pronunce della giurisprudenza di merito, soprattutto nelle vicende che hanno visto coinvolti enti locali.

²⁶ Cfr. MARCELLI, p. 14. La prassi approdata nelle aule di giustizia, peraltro, suggerisce che anche la componente aleatoria, a carico dell'intermediario, può risultare, in concreto, ridotta o finanche del tutto elisa; in tal modo ulteriormente enfatizzando la natura di finanziamento, anche in termini causali.

Il sistema di vigilanza e controllo sull'universo confidi

SOMMARIO(°): 1. La definizione e le origini dei consorzi di garanzia collettiva dei fidi – 2. Lo statuto normativo dei confidi: la c.d. legge confidi - 3. La riforma del 2010 e l'attuale panorama normativo – 4. I sistemi di controllo e di vigilanza della Banca d'Italia – 5. I confidi iscritti nell'elenco di cui all'art. 106 t.u.b. – 6. I confidi minori – 7. Le banche confidi

1. La definizione e le origini dei consorzi di garanzia collettiva dei fidi

I consorzi, le società consortili e le società cooperative di garanzia collettiva dei fidi, comunemente unificati nella denominazione di consorzi-fidi, confidi o cofidi, sono enti privati costituiti per la prestazione di una garanzia collettiva per i finanziamenti concessi ai loro associati (normalmente piccole o medie imprese) dalle banche o da altri intermediari finanziari ⁽¹⁾.

[°] I paragrafi 3, 4, 5 e 6 debbono essere attribuiti a Corrado Chessa, mentre i paragrafi 1, 2 e 7 a Federico Onnis Cugia.

¹ Per una definizione dei confidi e per l'illustrazione del fenomeno v. R. CAFFERATA, *I consorzi di garanzia collettiva dei fidi: diffusione, limiti e potenzialità di una forma di associazionismo tra piccole e medie imprese*, in *Econ. pol. ind.*, 1978, p. 37 ss.; A. BASSI, *I consorzi fidi nella legge di riconversione industriale*, in G. MINERVINI (a cura di), *La crisi dell'impresa industriale*, Napoli, 1980, p. 281 ss.; D. VITTORIA, *I problemi giuridici dei consorzi fidi*, Napoli, 1981; G. TUCCI, *Dalle garanzie codicistiche alle garanzie finanziarie collettive: l'esperienza dei consorzi fidi tra imprese minori*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, p. 1 ss.; M. BIONE – V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Consorzi-fidi e cooperative di garanzia*, Milano, 1982; G. CABRAS, *Le garanzie collettive*, cit.; R. RUOZI – L. ANDERLONI – M. PREDA, *Rapporto sui consorzi e sulle cooperative di garanzia collettiva fidi*, Milano, 1986; G.D. MOSCO, *I consorzi fidi e l'intermediazione finanziaria: nuovi interventi legislativi ed esperienze europee*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 540 ss.; ID., *Attuale disciplina e prospettive di evoluzione dei consorzi e delle cooperative di garanzia*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 842 ss.; ID., *Confidi, p.m.i. e regole comunitarie sugli aiuti di Stato*, in *Contr. impr. Europa*, 2001, p. 591 ss.; B. BIANCHI, *Consorzi e cooperative di garanzia collettiva dei fidi*, in AA.VV., *Studi in onore di Pietro De Vecchis*, I, Roma, 1999, p. 55 ss.; F. MASTROPAOLO, *I consorzi fidi come garanzie collettive*, in AA.VV., *Studi economico-giuridici della Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Cagliari*, LVIII, *In memoria di Lino Salis*, II, Torino, 2000, p. 935 ss.; A. URBANI, *Commento sub art. 155*, cit., p. 1184 ss.; M.L. PAVONE, *Nuove esigenze di aggregazione dei consorzi di garanzia collettiva fidi*, in M.

Dalle croniche difficoltà di accesso al credito delle piccole e medie imprese è nata la cooperazione tra imprenditori finalizzata a superare la disparità di trattamento nella richiesta di garanzie bancarie.

La realtà associativa, ispirata ai principi della mutualità e dell'imprenditorialità ⁽²⁾ oggi assume un ruolo centrale nell'accesso al credito dell'imprenditoria media.

In realtà i confidi non svolgono un'attività bancaria in senso stretto (anche se, come si vedrà nel prosieguo, oggi tale affermazione è smentita dall'esistenza delle cc.dd. banche confidi) poiché non si occupano di erogazione del credito e di raccolta del risparmio, ma concentrano il loro operato nella prestazione di garanzie necessarie alle imprese per poter ottenere finanziamenti.

PASSALACQUA, *Interessi pubblici e integrazione di imprese*, Pisa, 2004, p. 142 ss.; G. PETRELLI, *I confidi costituiti in forma di società cooperativa*, in *Studi e materiali. Quaderni semestrali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2006, p. 1663 ss.; G. BOCCUZZI, *I Confidi nel sistema finanziario italiano*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capiriglione*, I, 2010, p. 301 ss., e in *Dir. banca merc. fin.*, 2010, p. 255 ss.; M.R. LA TORRE, *Intermediari finanziari*, cit., p. 340 ss.; F. GIORGIANNI-C.M. TARDIVO, *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*³, Milano, 2012, p. 191 s.; L. SCIPIONE, *Commento sub art. 112 t.u.b.*, in *Commentario Costa*, cit., p. 1186 ss.; E. OLIVIERI, *L'ambulatorietà della garanzia del confidi nelle cessioni di rapporti giuridici e nelle cessioni di crediti: spunti interpretativi e riflessioni*, in *Resp. civ. prev.*, 2015, p. 1368 ss.; A. CONSO – D. VARANI, *La nuova disciplina degli Intermediari finanziari e i Confidi*, in *dirittobancario.it*, 2015; S. DELL'ATTI – S. SYLOS LABINI, *Gli effetti della trasformazione dei Confidi in intermediari vigilati: prime evidenze empiriche*, *ibidem*, 2015; A. PROPERSI – G. ROSSI, *I consorzi*, Milano, 2016, p. 393 ss.

⁽²⁾Così R. COSTI, *Consorzi-fidi e cooperative di garanzia*, in M. BIONE – V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Consorzi-fidi*, cit., p. 43, che non dubita che l'esercizio dei consorzi fidi e delle cooperative di garanzia sia attività di impresa, volta alla produzione di servizi (*scilicet* le garanzie prestate agli istituti di credito) e, in particolare, di impresa commerciale. Nello stesso senso F. TESAURO, *Sul trattamento fiscale dei redditi dei consorzi-fidi*, *ivi*, p. 97 ss.; Comm. Trib. centr., 8 luglio 1979, n. 8890, in *Giur. comm.*, 1981, II, p. 168, con nota critica di G. CABRAS, *I consorzi fidi tra enti commerciali e non commerciali nella problematica fiscale. Contra*, oltre all'Autore da ultimo citato, v. Comm. trib. Trieste, 15 dicembre 1976, in *Dir. prat. trib.*, 1977, II, p. 173; Comm. trib. Como, 28 aprile 1976, *ibidem*, p. 177, con nota di M. GIUSTI, *Inasoggettabilità all'Ilor dei Consorzi di garanzia fidi*.

Essi possono essere consorzi con attività esterna, società cooperative, società consortili per azioni, a responsabilità limitata o cooperative, che svolgono attività di garanzia collettiva dei fidi.

Mirano all'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese consorziate o socie per la prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorire il finanziamento, specie a breve e medio termine da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario (cfr. art. 13, comma 1, legge 24 novembre 2003, n. 326, di seguito anche legge confidi).

Il fenomeno si è manifestato dapprima in due tipologie di organismi, entrambi forme di cooperazione creditizia artigiana: i consorzi artigiani e le società cooperative artigiane di garanzia.

L'origine di questi istituti risale alla legge 25 luglio 1956, n. 860, sulla disciplina delle imprese artigiane, la quale all'art. 3, comma 2°, prevedeva agevolazioni per i consorzi fra le imprese artigiane costituiti per la prestazione di garanzie in operazioni di credito alle imprese consorziate.

Nonostante la norma facesse riferimento ai consorzi, venne presto preferita la veste della società cooperativa ⁽³⁾. Difatti, col D.M. Industria e Commercio del 12 febbraio 1959, fu approvato lo statuto-tipo per le società cooperative artigiane di garanzia predisposto dal Comitato centrale dell'artigianato, prendendo come modello lo statuto della prima cooperativa artigiana di garanzia costituitasi a Roma nel 1957 ⁽⁴⁾.

⁽³⁾ Nonostante tale discrasia, si ritiene che le cooperative di cui al d.m. 12 febbraio 1959 altro non siano che i consorzi tra imprese artigiane di cui alla l. 860/1956: così così G. VOLPE PUTZOLU, *Commento all'art. 19 l. 12 agosto 1977, n. 675*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1978, p. 743. Ciò, però, non coincide con le intenzioni ministeriali, che si leggono nella circolare Prot. n. 450479-COO-GA del 12 febbraio 1959 del Ministero dell'industria e commercio, Direzione generale dell'artigianato e delle piccole industrie e indirizzata alle Commissioni provinciali per l'artigianato, ove si rileva che «sarà opportuno che tale movimento associativo, così iniziato, sia successivamente sviluppato anche e soprattutto nella realizzazione di quelle forme consortili che sono previste dall'art. 3 della l. 25 luglio 1956, n. 860».

⁽⁴⁾ In argomento cfr. P. VERRUCOLI, *Lo statuto-tipo delle cooperative artigiane di garanzia di credito*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 592 ss., il quale pone in risalto come i soci limitino il proprio vantaggio «alla agevolazione nell'ottenimento del credito loro necessario, sotto il profilo così della facilità di reperimento della relativa garanzia come di risparmio nella spesa della stessa»; A. GIANNINI, *Cooperative*

Ma ciò non era vincolante per poter prestare la garanzia collettiva, anche se costituiva la condizione indispensabile per poter beneficiare delle agevolazioni previste dal legislatore.

Lo scopo sociale delle cooperative artigiane di garanzia previsto dall'art. 2 dello statuto-tipo ministeriale era basato sui principi della mutualità senza fine di lucro e si proponeva di promuovere il miglioramento e l'ammodernamento delle produzioni artigiane, fornendo garanzie per agevolare la concessione ai propri soci di crediti bancari a breve termine da parte di un ente creditizio convenzionato ⁽⁵⁾.

La cooperativa non erogava direttamente il credito, ma assisteva i propri iscritti nelle relative richieste che poi trasmetteva alla banca fornendo, esclusivamente in favore degli associati, una garanzia consistente nel proprio patrimonio, rappresentato dal capitale sociale (formato dalle quote, dell'importo di lire 10.000 ciascuna), dalle riserve, dai contributi privati, da un fondo formato dalle provvidenze erogate dagli enti pubblici e da una parte degli utili (*rectius*, avanzi di gestione) ⁽⁶⁾. L'importo massimo finanziabile era, di regola, pari a dieci volte l'ammontare del patrimonio sociale della cooperativa.

Quest'ultimo veniva depositato presso la banca, la quale poteva così soddisfarsi direttamente su tali somme nel caso di inadempimento dell'impresa mutuataria ⁽⁷⁾.

Nonostante l'apprezzabile struttura della garanzia deve registrarsi la sua scarsa applicazione a causa dell'insufficienza del contributo dei soci a realizzare lo scopo sociale ⁽⁸⁾.

artigiane di garanzia del credito, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, I, p. 566 ss.; R. COSTI, *Consorzi-fidi*, cit., p. 40 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *Commento*, cit., p. 742 s.; M. PREDA, *I consorzi di garanzia collettiva fidi*, in *Il mercato finanziario e lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, Milano, 1980, p. 295.

⁽⁵⁾ Critiche nei confronti della terminologia adottata sono state espresse da A. GIANNINI, *op. cit.*, p. 567, il quale pone in evidenza che nonostante lo scopo della cooperativa sia quello di garantire il credito, la lettera adoperata fa apparire la funzione creditizia come meramente strumentale del fine, individuato nel miglioramento e nell'ammodernamento delle produzioni.

⁶ I quali non potevano essere distribuiti ai soci ed erano, invece, destinati per metà al fondo riserve e per metà al fondo dei contributi pubblici. G. VOLPE PUTZOLU, *Commento*, cit., p. 743.

⁽⁷⁾ G. CABRAS, *Le garanzie*, cit., p. 9.

⁽⁸⁾ G. VOLPE PUTZOLU, *Commento*, cit., p. 743.

2. Lo statuto normativo dei confidi: la c.d. legge confidi

Dopo i molteplici e disorganici interventi legislativi in materia avutisi sino ai primi anni novanta, sia di carattere nazionale che regionale, aventi scopo prettamente agevolativo, il più importante intervento normativo in materia di confidi è avvenuto con l'art. 13 del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni nella legge 24 novembre 2003, n. 326, rubricato “*Disciplina dell'attività di garanzia collettiva dei fidi*”⁽⁹⁾.

Questa riforma ha soddisfatto le esigenze di regolamentazione dei confidi a seguito del c.d. Accordo di Basilea 2⁽¹⁰⁾ e dettato un nuovo

⁽⁹⁾ La riforma ha suscitato un rinnovato interesse della dottrina nei confronti dell'istituto. Cfr., oltre agli Autori citati nei paragrafi seguenti, M.L. PAVONE, *Nuove esigenze*, cit., p. 153 ss.; M. LUCHINI, *La nuova disciplina dei consorzi fidi: aspetti civilistici*, in *Soc.*, 2005, p. 1109 ss.

⁽¹⁰⁾ L'accordo, elaborato dal Comitato di Basilea, organismo di consultazione per la supervisione bancaria che sviluppa regole tecniche per la vigilanza bancaria prive di potere cogente normalmente seguite dai paesi partecipanti al Comitato, è diretto a fondare la nuova struttura della regolamentazione prudenziale. Tale sistema si fonda su tre pilastri: requisiti patrimoniali minimi; norme per il controllo dei rischi attraverso regole organizzative che le banche dovrebbero adottare; imposizione di regole di trasparenza che consentano un controllo del mercato circa la solidità della banca. Le regole sono state poi ampiamente recepite dalle direttive 2006/48/UE e 2006/49/UE. Le principali novità contenute in tale accordo risiedono nelle raccomandazioni indirizzate al rafforzamento del sistema bancario europeo e dai criteri di misurazione e controllo dei rischi. In argomento cfr. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit., p. 581 ss.; C. COPOZZI, *La applicazione di Basilea II in Italia. Aspetti tecnici ed elementi di riflessione*, Padova, 2009. Il tema è stato ampiamente affrontato anche con specifico riferimento ai confidi cfr. ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *L'impatto di Basilea 2 sull'attività dei confidi*, in *Bancaria*, 9, 2002, p. 74 ss.; L. BOCCHI – G. LUSIGNANI, *Le nuove regole di Basilea 2: prime valutazioni di impatto sui rapporti Banca-Impresa in Italia*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, p. 209 ss.; L. GAI, *Prospettive per le garanzie dei confidi verso le PMI dopo la riforma del settore e Basilea 2*, in *Riv. banc.*, 2005, p. 29 ss.; F. VALLASCAS, *Le garanzie nella nuova regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale nelle banche: problemi e prospettive per i confidi*, in *Risp.*, 2005, p. 83 ss.; A.M. TARANTOLA – A. TIDU – C. BENTIVOGLI – V. CATAPANO, *Il ruolo dei confidi dopo Basilea 2: un'indagine territoriale*, in *Banca, impr. soc.*, 2006, 159 ss.; G. TUCCI, *La riforma dei consorzi fidi e il nuovo diritto comunitario in tema di requisiti patrimoniali e di adeguatezza patrimoniale (capital requirements) e di adeguatezza patrimoniale degli enti creditizi (capital adequacy)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 369 ss.; E. ISAIA, *Il*

statuto normativo dei confidi, costituito – almeno fino al 2010 – dalla nuova legge e dal riformato art. 155, commi dal 4° al 4°-*sexies*, t.u.b.⁽¹¹⁾.

La legge confidi rappresenta un punto di svolta della disciplina, apportando alla stessa profonde innovazioni e fornendo un sistema organico di regole.

Oltre alla puntuale definizione di confidi, sono significative le disposizioni in materia di requisiti di capitale sociale (o fondo consortile, comma 12°), di patrimonio netto (comma 14°) e di

sistema di garanzia in Italia, in P. DE VINCENZIIS (a cura di), *I confidi e il credito alle PMI*, Roma, 2007, p. 72 ss.; G. BOCCUZZI, *I confidi*, cit., p. 259 ss.

⁽¹¹⁾ Di seguito il testo dell'art. 155, come modificato dalla l. 326/2003:

Art. 155 – Soggetti operanti nel settore finanziario.

(*Omissis*) 4. I confidi, anche di secondo grado, sono iscritti in un'apposita sezione dell'elenco previsto dall'articolo 106, comma 1. L'iscrizione nella sezione non abilita a effettuare le altre operazioni riservate agli intermediari finanziari iscritti nel citato elenco. A essi non si applica il titolo V del presente decreto legislativo.

4-*bis*. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, determina i criteri oggettivi, riferibili al volume di attività finanziaria e ai mezzi patrimoniali, in base ai quali sono individuati i confidi che sono tenuti a chiedere l'iscrizione nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107. La Banca d'Italia stabilisce, con proprio provvedimento, gli elementi da prendere in considerazione per il calcolo del volume di attività finanziaria e dei mezzi patrimoniali. Per l'iscrizione nell'elenco speciale i confidi devono adottare una delle forme societarie previste dall'articolo 106, comma 3.

4-*ter*. I confidi iscritti nell'elenco speciale esercitano in via prevalente l'attività di garanzia collettiva dei fidi.

4-*quater*. I confidi iscritti nell'elenco speciale possono svolgere, prevalentemente nei confronti delle imprese consorziate o socie, le seguenti attività:

a) prestazione di garanzie a favore dell'amministrazione finanziaria dello Stato, al fine dell'esecuzione dei rimborsi di imposte alle imprese consorziate o socie;

b) gestione, ai sensi dell'articolo 47, comma 2, di fondi pubblici di agevolazione;

c) stipula, ai sensi dell'articolo 47, comma 3, di contratti con le banche assegnatarie di fondi pubblici di garanzia per disciplinare i rapporti con le imprese consorziate o socie, al fine di facilitarne la fruizione.

4-*quinqies*. I confidi iscritti nell'elenco speciale possono svolgere in via residuale, nei limiti massimi stabiliti dalla Banca d'Italia, le attività riservate agli intermediari finanziari iscritti nel medesimo elenco.

4-*sexies*. Ai confidi iscritti nell'elenco speciale si applicano gli articoli 107, commi 2, 3, 4 e 4-*bis*, 108, 109, 110 e 112. La Banca d'Italia dispone la cancellazione dall'elenco speciale qualora risultino gravi violazioni di norme di legge o delle disposizioni emanate ai sensi del presente decreto legislativo; si applica l'articolo 111, commi 3 e 4. (*Omissis*).

partecipazione al capitale (comma 13°) allo scopo di accrescere il grado di solvibilità dei confidi. Particolare rilievo rivestono altresì le disposizioni in tema di trasformazione del tipo associativo e fusione (commi 38°-43°). Ancora, non vengono abrogate le leggi vigenti che prevedono benefici a favore delle società cooperative e dei consorzi di garanzia (comma 44°). Vi sono poi alcune disposizioni che regolano la disciplina fiscale dei confidi (commi 45°-56°) ed è prevista la possibilità, per gli organismi di maggiori dimensioni, di costituire fondi interconsortili di garanzia (commi 20°-24°), ossia confidi di secondo livello alimentati dai contributi provenienti dai confidi aderenti e abilitati a concedere controgaranzie e cogaranzie ai confidi di dimensioni più ridotte, sviluppando il c.d. sistema a rete ⁽¹²⁾.

La legge novella anche l'art. 15 l. 108/1996, prevedendo che il Fondo per la prevenzione del fenomeno dell'usura possa erogare i contributi a favore degli appositi fondi speciali costituiti dai confidi di cui alla legge quadro ed eliminando le molteplici difficoltà interpretative sorte negli anni precedenti.

Le novità più salienti si ravvisano nella possibilità, per i confidi, di poter assumere la veste di intermediario finanziario o addirittura di banca per poter svolgere la propria attività.

All'esito della riforma del 2003, si potevano distinguere tre diverse tipologie di confidi: i confidi tradizionali (*ex artt. 155, comma 4°, t.u.b. e 13, commi 2° e 37°, l. 326/2003*), iscritti nell'apposita sezione dell'elenco generale di cui all'art. 106 t.u.b.; i confidi intermediari di garanzia (*ex artt. 155, comma 4°-bis, t.u.b. e 13, comma 32°, l. 326/2003*), iscritti nell'elenco speciale *ex art. 107 t.u.b.*; le banche confidi (*ex art. 13, comma 29°, l. 326/2003*), alle quali si applicano, in quanto compatibili, le norme del t.u.b. che disciplinano le banche di credito cooperativo.

Tutte le tipologie di confidi, ai sensi dell'art. 13, comma 2°, l. 326/2003 e fatte salve le eccezioni per i confidi iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 t.u.b., possono svolgere esclusivamente l'attività di garanzia collettiva dei fidi e i servizi a essa connessi o strumentali, nel rispetto delle riserve di attività previste dalla legge. Essi sono costituiti da piccole e medie imprese industriali, commerciali, turistiche e di servizi, da imprese artigiane e agricole,

⁽¹²⁾ Così G. BOCCUZZI, *I confidi*, cit., p. 267.

come previste dalla legge comunitaria e oggi individuate dal d.m. attività produttive del 18 aprile 2005 ⁽¹³⁾.

Per i confidi iscritti nell'apposita sezione dell'elenco generale, a parte i requisiti di forma e di capitale previsti oggi dalla legge confidi, l'iscrizione nella sezione non abilita a effettuare le altre operazioni riservate agli intermediari finanziari e ad essi non si applicano le disposizioni di cui al Titolo V t.u.b.

Inoltre, nonostante non sia esplicitamente disposto alcunché in tal senso, si ritiene ⁽¹⁴⁾ sia applicabile anche la disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari di cui al Titolo VI t.u.b. e alle Disposizioni della Banca d'Italia del 29 luglio 2009 nonché l'obbligo di aderire all'arbitro bancario-finanziario per la risoluzione stragiudiziale delle controversie tra intermediari e clienti istituito con Delibera Cicr 29 luglio 2008, n. 275 e Provvedimento Banca d'Italia 18 giugno 2009 ai sensi dell'art. 128-*bis* t.u.b., introdotto dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. legge sulla tutela del risparmio) ⁽¹⁵⁾.

I confidi *ex art.* 107 t.u.b., invece, rivestivano, in questo scenario, un c.d. *rischio sistemico* ed esercitano in via prevalente e non esclusiva l'attività di garanzia collettiva dei fidi potendo svolgere altresì e prevalentemente nei confronti delle imprese consorziate o socie le attività di prestazione di garanzie a favore dell'amministrazione finanziaria dello Stato (al fine dell'esecuzione dei rimborsi di imposte alle imprese consorziate o socie e di gestione di fondi pubblici di agevolazione ai sensi dell'art. 47, comma 2°,

⁽¹³⁾ Il d.m. fornisce le necessarie indicazioni per la determinazione della dimensione aziendale ai fini della concessione di aiuti alle attività produttive, recependo nel nostro ordinamento la racc. n. 2003/361/CE. Ai sensi dell'art. 2 del decreto, la categoria delle piccole e delle medie imprese è costituita da imprese che hanno meno di 250 occupati e hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro. È definita, invece, piccola impresa quella che ha meno di 50 occupati e ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro.

⁽¹⁴⁾ Cfr. G. BOCCUZZI, *I confidi*, cit., p. 264.

⁽¹⁵⁾ Sulla figura e sul ruolo dell'arbitro bancario-finanziario sia consentito un rinvio a F. ONNIS CUGIA, *L'arbitro bancario-finanziario: strumento di risoluzione delle controversie tra banca e cliente e figura chiave per la vigilanza della Banca d'Italia*, in M. DE ANGELIS (a cura di), *"Disponibilità" delle situazioni soggettive e giustizia alternativa*, Ancona, 2014, p. 163 ss., ove ampi riferimenti bibliografici.

t.u.b.). Inoltre questi confidi possono stipulare, *ex art. 47, comma 3°*, t.u.b. contratti con le banche assegnatarie di fondi pubblici di garanzia per disciplinare i rapporti con le imprese consorziate o socie al fine di facilitarne la fruizione.

Possono inoltre svolgere in via residuale e nei limiti massimi stabiliti dalla Banca d'Italia le attività riservate agli intermediari finanziari iscritti nel medesimo elenco.

I confidi legittimati a chiedere l'iscrizione all'elenco speciale sono stati individuati dal d.m. economia e finanze del 9 novembre 2007. I requisiti per l'iscrizione consistono in un volume di attività finanziaria pari o ^[1]_{SEP} superiore a settantacinque milioni di euro e nel possesso dei requisiti prudenziali e organizzativi stabiliti dalla ^[1]_{SEP} Banca d'Italia tenendo conto della particolare natura dell'attività svolta da tali intermediari. La Banca d'Italia ha disciplinato i criteri nel 9° aggiornamento del 28 febbraio 2008 alla Circolare n. 216 del 5 agosto 1996 *«Istruzioni di vigilanza per gli intermediari finanziari iscritti nell'«Elenco speciale»»*.

È rilevante che nella domanda di iscrizione debba essere indicato il possesso dei requisiti di professionalità, di onorabilità e indipendenza in capo agli esponenti aziendali. Sono indispensabili anche l'indicazione dell'avvenuto accertamento del requisito di onorabilità dei partecipanti al capitale sociale nonché del volume di attività finanziaria individuata dal d.m. 9 novembre 2007 e che lo stesso sia stato mantenuto per i sei mesi successivi. È inoltre necessario che siano stati rispettati i requisiti sulla vigilanza prudenziale e sull'organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni.

Successivamente la normativa secondaria è stata arricchita dal d.m. Economia e Finanze 17 febbraio 2009 (Regolamento recante disposizioni in materia di intermediari finanziari di cui agli articoli 106, 107, 113 e 155, commi 4 e 5 del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385, che abroga i precedenti decreti ministeriali in materia, c.d. decreto unificato), con cui sono stati eliminati i requisiti patrimoniali quale criterio determinante per l'obbligo di iscrizione nell'elenco speciale. E ciò sulla scorta del dato empirico per cui la sussistenza di mezzi patrimoniali elevati non è necessariamente un indice rivelatore di

notevoli volumi di attività che spesso nella prassi si attestavano ben al di sotto delle soglie di rilevanza ⁽¹⁶⁾.

Con il citato decreto unificato sono stati inoltre ridefiniti i presupposti per lo svolgimento dell'attività, sono stati stabiliti requisiti patrimoniali più rigorosi e sono stati introdotti specifici obblighi di comunicazione nei confronti della Banca d'Italia.

La terza, peculiare, categoria di confidi introdotta dalla legge quadro del 2003 è quella delle banche confidi ossia quelle banche che esercitano l'attività bancaria in forma di società cooperativa a responsabilità prevalentemente a garanzia collettiva dei fidi a favore dei soci.

A questi istituti si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni contenute nel t.u.b. agli articoli da 5 a 11, da 19 a 28 e le specifiche norme previste per le banche di credito cooperativo agli artt. 33-37.

La Banca d'Italia, con Provvedimento del 28 febbraio 2008 concernente «*Disposizioni di vigilanza Banche di garanzia collettiva dei fidi*» ha integrato la normativa primaria in materia di confidi per adeguarne il contenuto alla disciplina in materia di banche di credito cooperativo di cui alla Circolare n. 229 del 21 aprile 1999 (Istruzioni di vigilanza per le banche) ⁽¹⁷⁾.

3. La riforma del 2010 e l'attuale panorama normativo

L'ultimo, importante, intervento del legislatore in materia si è avuto con il d.lgs. 14 agosto 2010, n. 141 e con le successive modifiche ed integrazioni effettuate dal d.lgs. 14 dicembre 2010, n. 218, che hanno apportato profonde innovazioni alla materia dei soggetti operanti nel settore finanziario ⁽¹⁸⁾.

Con questa riforma, che ha abrogato l'art. 155 t.u.b., sono state apportate profonde novità alla disciplina dei confidi, che trova oggi il suo statuto negli artt. 106 e 112 t.u.b. e nella legge confidi.

Il nuovo scenario normativo supera la distinzione tra i confidi di

⁽¹⁶⁾ In argomento v. L. SCIPIONE, *Sub art. 112*, cit., p. 1193.

⁽¹⁷⁾ Sul tema cfr. G. BOCCUZZI, *I confidi*, cit., p. 275.

⁽¹⁸⁾ Sul tema cfr. A. ANTONUCCI, *L'intermediazione finanziaria non bancaria nel d. lgs. 141/2010. Profili di sistema*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, p. 40 ss.; L. SCIPIONE, *Sub art. 112*, cit., p. 1194 ss.; A. CONSO-D. VARANI, *La nuova disciplina*, cit., p. 7 ss.; S. DELL'ATTI-S. SYLOS LABINI, *Gli effetti*, cit., p. 1 ss.

cui all'apposita sezione dell'elenco *ex art. 106 t.u.b.* e quelli iscritti nell'elenco speciale previsto dall'*art. 107 t.u.b.*, presentando una netta differenziazione tra confidi maggiori (iscritti nell'elenco generale *ex art. 106 t.u.b.*) e confidi minori (che trovano la loro disciplina negli artt. 112 e 112-*bis t.u.b.*).

Nell'attuale contesto i confidi maggiori sono caratterizzati da un'attività complessa e possono svolgere l'attività di intermediari finanziari oltre a quella della garanzia collettiva dei fidi.

I confidi minori, invece, con un più modesto volume di attività finanziaria, ricomprendono anche i confidi di secondo grado. A differenza della previgente disciplina, ove – come si è detto – l'iscrizione all'apposita sezione dell'elenco *ex art. 106 t.u.b.* aveva il solo scopo ricognitivo, oggi anche i confidi con una più limitata operatività sono soggetti alla vigilanza dell'Organismo che gestisce l'elenco di cui all'*art. 112* previsto dall'*art. 112-bis t.u.b.* e dotato di appositi poteri di verifica e intervento.

Nessuna novità, invece, è stata disposta per le banche confidi, che continuano ad essere la terza tipologia di confidi disciplinata nella legge quadro e dal t.u.b. per la parte relativa alla materia di banche di credito cooperativo laddove applicabili.

A seguito della riforma del 2010, la disciplina è stata recentemente completata da una parte attuativa. Il d.m. economia e finanze 2 aprile 2015, n. 53 ha individuato e precisato i criteri distintivi tra confidi maggiori e confidi minori specie in termini di volume di attività finanziaria, nonché la definizione dei servizi connessi e strumentali esercitabili assieme all'attività di garanzia collettiva dei fidi.

La Circolare Banca d'Italia 3 aprile 2015, n. 288, nel dettare le nuove Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, al Tit. VII, Cap. 1, ha introdotto una normativa più dettagliata in materia di vigilanza ispettiva, informativa e prudenziale applicabile ai confidi, le sanzioni, i requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale e quelli relativi all'organizzazione amministrativa e contabile.

Da ultimo, con d.m. Economia e Finanze 23 dicembre 2015, n. 228 è stato emanato il regolamento sulla disciplina della struttura, dei poteri e delle modalità di funzionamento dell'Organismo per la tenuta dell'elenco dei confidi minori di cui all'*art. 112-bis t.u.b.*, nonché l'individuazione dei requisiti di onorabilità e professionalità dei componenti degli organi di gestione e controllo dell'Organismo.

Tra gli altri recenti interventi legislativi si segnala anche quanto previsto dal d.l. 6 dicembre 2011, n. 201, dettante misure per le micro, piccole e medie imprese, il quale prevede, in deroga a quanto disposto dalla legge confidi, che al capitale sociale dei confidi e delle banche confidi possano partecipare imprese non finanziarie di grandi dimensioni ed enti pubblici e privati, purché le piccole e medie imprese socie dispongano almeno della metà più uno dei voti esercitabili nell'assemblea e la nomina dei componenti degli organi che esercitano funzioni di gestione e di supervisione strategica sia riservata all'assemblea.

L'art. 8, comma 12°-bis, d.l. 13 maggio 2011, n. 70 (c.d. Decreto Sviluppo), convertito con modificazioni in l. 12 luglio 2011, n. 106, prima, e l'art. 10 d.l. 13 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2012, n. 27, poi, hanno previsto l'estensione ai liberi professionisti della possibilità di partecipare al patrimonio dei confidi.

L'art. 36, commi 1° e 2°, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. decreto crescita 2.0) ha invece stabilito che i confidi sottoposti a vigilanza diretta da parte della Banca d'Italia possono imputare, con delibera dell'assemblea ordinaria, al fondo consortile, al capitale sociale, ad apposita riserva o accantonare per la copertura dei rischi i fondi rischi e gli altri fondi o riserve patrimoniali o finanziamenti per la concessione delle garanzie costituiti da contributi pubblici ⁽¹⁹⁾.

4. I sistemi di controllo e di vigilanza della Banca d'Italia

I confidi hanno goduto per lungo tempo di una assoluta autonomia nell'esercizio della propria attività, scevri da qualsiasi controllo delle autorità creditizie.

Tale situazione, nel rilievo che l'attività dei confidi fosse uno strumento di supporto all'attività creditizia delle banche, venne presto

⁽¹⁹⁾ Ai sensi di dette disposizioni le risorse sono attribuite unitariamente al patrimonio, anche a fini di vigilanza, dei relativi confidi, senza vincoli di destinazione nel caso siano destinati ad incrementare il patrimonio. Le eventuali azioni o quote corrispondenti costituiscono azioni o quote proprie dei confidi e non attribuiscono alcun diritto patrimoniale o amministrativo, né sono computate nel capitale sociale o nel fondo consortile ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea.

rilevata da un'attenta dottrina, che ponendo in evidenza come i confidi assumessero sempre più la veste di operatori specializzati che necessitavano l'osservanza delle istruzioni degli organi di vigilanza, sia preventivi che successivi, analogamente agli altri soggetti operanti nel settore creditizio ⁽²⁰⁾.

Il tema del controllo sugli intermediari non bancari, nella loro crescente rilevanza, riceveva così sempre maggiori attenzioni da parte degli addetti ai lavori ⁽²¹⁾.

Il primo intervento normativo in materia di vigilanza dei confidi coincide con la c.d. legge antiriciclaggio (l. 5 luglio 1991, n. 197). In questa fase si colloca il dibattito sulla riconducibilità dei confidi alla categoria degli intermediari finanziari o bancari. Se inizialmente l'ipotesi secondo cui l'attività dei confidi fosse un'attività di intermediazione finanziaria e creditizia è stata pacificamente scartata ⁽²²⁾ – salvo che dalla giurisprudenza tributaria ⁽²³⁾ – ravvisando la funzione dei confidi nel mero raccordo tra imprese di piccole e medie dimensioni e le banche ⁽²⁴⁾, con la legge antiriciclaggio la questione è mutata.

La legge antiriciclaggio disciplinava i controlli di matrice pubblicistica su quegli operatori che, pur esercitando la propria attività con modalità tipicamente bancarie, sino ad allora non erano sottoposti né a vigilanza prudenziale né ad un sistema normativo finalizzato a contrastare l'utilizzo del sistema normativo per finalità illecite ⁽²⁵⁾.

⁽²⁰⁾ Così S. ALAGNA, S. ALAGNA, *Per una nuova dimensione economico-giuridica dei consorzi di garanzia collettiva dei fidi*, in M. BIONE-V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Consorzi-fidi*, cit., p. 205 ss.

⁽²¹⁾ Sul punto v. M. COMANA, *I controlli sugli intermediari finanziari non bancari*, in AA.VV., *Soggetti, attività e prodotti finanziari non bancari*, Padova, 1989, p. 95 ss.

⁽²²⁾ In tal senso v. G. CABRAS, *Le garanzie*, cit., p. 38, nt. 81; ID., *I consorzi fidi*, cit., p. 173; F. CESARINI, *Consorzi-fidi*, in M. BIONE-V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Consorzi-fidi*, cit., p. 14; G. VOLPE PUTZOLU, *I consorzi per il coordinamento della produzione e degli scambi*, in F. GALGANO (a cura di), *Tratt. di dir. comm. e di dir. pubbl. dell'economia*, IV, Padova, 1981, p. 333, nt. 48.

⁽²³⁾ Cfr. Cass., 17 maggio 1984, n. 3053, in *Boll. trib.*, 1984, p. 1453 ss.; Comm. Trib. centr., 8 luglio 1979, n. 8890, cit.

⁽²⁴⁾ Così R. COSTI, *Consorzi fidi*, cit., p. 37.

⁽²⁵⁾ Per un commento della legge cfr. B. MELCHIONNA-L. FERRAJOLI, *La normativa antiriciclaggio*², Milano, 1992, *passim*.

Deve però rilevarsi che in quell'epoca si era ancora lontani da un controllo di tipo prudenziale poichè si trattava di una vigilanza «cartolare»⁽²⁶⁾ o «cartacea»⁽²⁷⁾, a fini di censimento e riscontro di questa tipologia di operatori.

Con specifico riferimento ai confidi, sebbene inizialmente essi non fossero intermediari (e solo in rare eccezioni fosse stata inoltrata domanda di iscrizione, respinta dall'Ufficio Italiano dei Cambi)⁽²⁸⁾, in seguito all'emanazione di una Circolare del Ministero del tesoro⁽²⁹⁾ si è assistito ad un *revirement* sulla questione, tanto da indurre l'Ufficio a iscrivere i confidi le cui domande erano state precedentemente respinte.

In particolare, con tale circolare il Ministero ha precisato che l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma dovesse essere considerata come attività di concessione di crediti di cassa e di firma, quali, ad esempio, avalli e fideiussioni.

Successivamente, con la circolare 2 marzo 1993, n. 2 il Ministero del Tesoro ha implicitamente confermato che i confidi sono da ricomprendere tra gli intermediari finanziari, prevedendo che essi possono assumere, ai fini dell'iscrizione nell'elenco *ex art.* 6 l. 197/1991, anche la forma del consorzio o della società consortile, estendo la previsione di cui all'art. 6, comma 2°, l. 197/1991 sulla forma societaria prescritta per gli intermediari (società per azioni, società a responsabilità limitata, società in accomandita per azioni, società cooperativa).

Tale orientamento si è fondato sul principio di successione delle leggi nel tempo e, in particolare, sull'entrata in vigore della legge 5 ottobre 1991, n. 317 (introdotta con la finalità di promuovere lo sviluppo, l'innovazione e la competitività delle piccole imprese, con particolare riguardo allo sviluppo e all'attività di consorzi e di società consortili tra piccole imprese nonché dei consorzi e delle cooperative di garanzia collettiva fidi, costituiti da piccole imprese industriali, artigiane,

⁽²⁶⁾ Come sottolinea la Relazione 12 giugno 1991 della VI Commissione permanente (Finanze) della Camera dei Deputati.

⁽²⁷⁾ Così, invece, G.B. PORTALE, *Normativa «antiriciclaggio» e finanziarie di gruppo*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 77.

⁽²⁸⁾ Ne dà conto G.D. MOSCO, *I consorzi fidi*, cit., p. 548 s.

⁽²⁹⁾ Circolare del Ministero del Tesoro 26 giugno 1992, n. 1.

commerciali, turistiche e di servizi) che individuava le forme giuridiche dei consorzi di garanzia collettiva dei fidi ⁽³⁰⁾.

Il legislatore, attesa la situazione di incertezza venutasi a creare attorno alla natura di intermediari finanziari dei confidi, è intervenuto con l'art. 2, commi 8°-bis e 8°-ter, l. 19 luglio 1993, n. 237, prevedendo che i consorzi di garanzia collettiva fidi, di primo e di secondo grado, anche costituiti sotto forma di società cooperativa o consortile, di cui agli articoli 29 e 30 l. 317/1991, siano iscritti, su domanda, in una apposita sezione dell'elenco speciale previsto dall'articolo 6, comma 1°, l. 197/1991 e non siano soggetti alle altre disposizioni previste dalla legge antiriciclaggio. Tale iscrizione, peraltro, non abilitava i confidi ad effettuare operazioni riservate agli intermediari finanziari.

La svolta la si ebbe solo con la legge confidi del 2003, la quale ha creato una prima distinzione, sulla base di un criterio dimensionale, tra confidi iscritti all'elenco speciale *ex* art. 107 t.u.b. e confidi compresi nell'elenco generale di cui all'art. 106 t.u.b., assoggettando i primi alla medesima normativa di vigilanza prudenziale degli intermediari finanziari, e prescrivendo, invece, per i secondi un procedimento di

⁽³⁰⁾ Questa tesi è stata fortemente criticata da G.D. MOSCO, *I consorzi fidi*, cit., p. 549 ss., in primo luogo perché la l. 317/1991 era una legge agevolativa e i requisiti delle forme associative erano espressamente indicati ai fini dell'ammissione ai benefici di cui all'art. 31 della medesima legge. Inoltre, l'Autore rileva come una circolare ministeriale non possa modificare una previsione di legge, penalmente sanzionata, qual è quella di cui all'art. 6, comma 2°, l. 197/1991. Viene inoltre respinta la tesi dell'assimilazione dell'attività di prestazione di garanzie collettive a quella di finanziamento sotto forma di credito di firma, in quanto il fondo rischi monetario depositato presso le banche convenzionate, a giudizio del M., *ivi*, p. 551, è un pegno irregolare e non una garanzia di firma. Nella stessa direzione si registra una inedita pronuncia di una giurisprudenza di merito (Trib. Cagliari, 17 settembre 2015) e, nello stesso senso, Arbitro Bancario-Finanziario, Collegio di Roma, 10 luglio 2015, n. 5401, che afferma che il vincolo di garanzia, ancorché non espressamente qualificato in termini di garanzia reale, ne ricalca «*significativamente i tratti, ed anzi per certi versi ponga a disposizione della banca delle prerogative financo più penetranti ed efficaci, rispetto a quelle stabilite dall'ordinaria disciplina del pegno*». *Contra* v. però Cass., 6 agosto 2014, n. 17731, secondo cui la garanzia rilasciata dai confidi assume una funzione assicurativa del credito in quanto essa ha una causa di copertura non dell'esposizione creditizia in quanto tale, bensì delle perdite definitive ed accertate che fossero derivate dall'inadempimento del debitore, nonché di eventuali fideiussori, dopo la sua escussione.

registrazione nell'elenco generale.

I c.d. confidi 107, rivestendo un c.d. *rischio sistemico* e in considerazione delle attività esercitate, sono stati assoggettati al rispetto delle «*Istruzioni di vigilanza per gli intermediari finanziari iscritti nell'«Elenco speciale»*» della Banca d'Italia, con il 9° aggiornamento del 28 febbraio 2008 alla Circolare 5 agosto 1996, n. 216.

Con questa previsione si è completato un percorso ispirato dall'Accordo di Basilea II (Pavone, 2004).

Deve ritenersi poi che anche le banche confidi fossero soggette alla vigilanza delle Autorità creditizie al pari di tutte le banche di credito cooperativo.

Con la riforma operata con il d.lgs. 141/2010, la disciplina dei Confidi maggiori è stata allineata a quella degli altri intermediari finanziari in termini di soggezione al controllo dell'Autorità di Vigilanza (di natura ispettiva, regolamentare e informativa), richiedendone l'iscrizione all'albo di cui all'art. 106 t.u.b.

Per quel che concerne i confidi minori, invece, è stato introdotto un sistema di vigilanza, meno stringente rispetto ai confidi maggiori in termini di controlli, adempimenti regolamentari e informativi. A ciò è preposto l'Organismo previsto dall'art. 112-bis t.u.b. e introdotto dal d.m. 228/2015.

Oggi, un'ulteriore riflessione in merito alla vigilanza prudenziale dei confidi deve essere poi svolta alla luce del nuovo Accordo del Comitato di Basilea del dicembre 2010, denominato Basilea III, i cui contenuti sono affluiti in due atti normativi comunitari: il Regolamento UE n. 575/2013 del 26 giugno 2013 (c.d. CRR), che disciplina gli istituti di vigilanza prudenziale del Primo pilastro e le regole sull'informativa al pubblico e con la direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 (c.d. CRD IV), che riguarda, fra l'altro, le condizioni per l'accesso all'attività bancaria, la libertà di stabilimento e la libera prestazione di servizi, il processo di controllo prudenziale, le riserve patrimoniali addizionali ⁽³¹⁾.

In ambito nazionale, le nuove regole sono state introdotte per i confidi maggiori nelle «*Disposizioni di vigilanza per gli intermediari*

⁽³¹⁾ In argomento si rimanda al lavoro di C. D'AURIA-P. PORRETTA, *La garanzia consortile e le regole di vigilanza prudenziale*, in www.dirittobancario.it, 2015.

finanziari» (Circ. Banca d'Italia 3 aprile 2015, n. 288), per i confidi minori nel d.m. Economia e finanze 228/2015, mentre per le banche confidi nelle «*Disposizioni di vigilanza per le banche*» di cui alla Circ. Banca d'Italia del 17 dicembre 2013, n. 285.

5. I confidi iscritti nell'elenco di cui all'art. 106 t.u.b.

I confidi iscritti nell'elenco di cui all'art. 106 t.u.b. sono assoggettati ad un più pregnante controllo da parte della Banca d'Italia.

Ai confidi maggiori si applica la disciplina secondaria attuativa del Titolo V t.u.b., oggi contenuta nelle «*Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*» (Circ. Banca d'Italia 3 aprile 2015, n. 288).

Le Disposizioni di vigilanza rinviano in larga parte alle disposizioni riferibili agli altri intermediari finanziari, tenuto conto delle specificità proprie della struttura organizzativa e operativa dei confidi.

In primo luogo, sono specificate alcune integrazioni in merito al procedimento di rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività, in relazione alle forme societarie adottabili e al volume di attività finanziaria.

Con riferimento alle attività esercitabili e alle partecipazioni detenibili, oltre a tener ferme le disposizioni di carattere generale, per quel che concerne l'assunzione di partecipazioni i confidi maggiori – rispetto agli altri intermediari finanziari – possono assumere partecipazioni in banche, società finanziarie e assicurative in misura non superiore al 20% del capitale della società partecipata. È preclusa loro la detenzione, anche indiretta, di partecipazioni di controllo in tali soggetti. Inoltre, i confidi possono partecipare al capitale di società strumentali e di piccole e medie imprese socie nel limite dell'1% dei fondi propri del partecipante o del 3% nel caso di partecipazioni in organismi di categoria.

Ai confidi è comunque vietata l'attività di rilascio di garanzie volte alla copertura del rischio d'impresa a favore di persone fisiche o giuridiche che assumano partecipazioni in piccole e medie imprese socie, nonché la stipula di contratti derivati o il possesso di strumenti finanziari che, realizzando la dissociazione tra titolarità formale e proprietà sostanziale di azioni o quote di capitale, comportino per i

confidi l'assunzione del rischio economico proprio di un'interessenza partecipativa nelle PMI socie.

Infine, i confidi non utilizzano strumenti finanziari derivati per assumere posizioni speculative. ^[1]_[SEP]

Particolari previsioni sono poi disposte per i soci dei confidi. In linea con la legge confidi, si prevede che i confidi sono costituiti da piccole e medie imprese industriali, commerciali, turistiche e di servizi, da imprese artigiane e agricole, come definite dalla disciplina comunitaria ^[2]_[SEP] in materia di aiuti di Stato a favore delle piccole e medie imprese.

Rientrano tra i soci dei confidi anche i soggetti iscritti in albi professionali e le associazioni professionali, nella misura in cui svolgono un'attività economica e sempre che rispettino i limiti dimensionali relativi alle imprese minori.

Ai confidi possono partecipare anche imprese di maggiori dimensioni rientranti nei limiti dimensionali fissati dall'Unione europea ai fini degli interventi agevolati della Banca europea per gli investimenti (BEI) a favore delle piccole e medie imprese purché complessivamente non rappresentino più di un sesto della totalità delle imprese consorziate o socie.

La quota di partecipazione di ciascuna impresa non può essere superiore al 20 % del fondo consortile o del capitale sociale, né inferiore a 250 euro.

Gli enti pubblici e privati e le imprese di maggiori dimensioni che non possono far parte dei confidi possono sostenere l'attività dei confidi stessi attraverso contributi e garanzie non finalizzati a singole operazioni; questi soggetti non diventano consorziati o soci né fruiscono delle attività sociali, ma i loro rappresentanti possono partecipare agli organi elettivi dei confidi con le modalità stabilite dagli statuti, purché la nomina della maggioranza dei componenti di ciascun organo resti riservata all'assemblea dei soci.

Possono altresì partecipare, anche in deroga alle disposizioni di legge che prevedono divieti o limiti di partecipazione, imprese non finanziarie di grandi dimensioni ed enti pubblici e privati, purché le piccole e medie imprese socie dispongano almeno della metà più uno dei voti esercitabili nell'assemblea e la nomina dei componenti degli organi che esercitano funzioni di gestione e di supervisione strategica sia riservata all'assemblea.

Con specifico riferimento alla vigilanza prudenziale, sono innanzitutto disposte alcune norme che contemperano il diffuso fenomeno delle provvidenze pubbliche ai confidi ⁽³²⁾.

Non sono infatti computabili nei fondi propri i fondi pubblici attribuiti ai confidi che presentano vincoli di destinazione, quali, *ex multis*, quelli di natura territoriale, quelli riferiti a particolari tipologie di investimento ovvero a specifiche finalità o, ancora, quelli relativi a specifiche classi dimensionali di imprese ⁽³³⁾.

Tali vincoli, difatti, possono non rendere pienamente disponibili i fondi pubblici in quanto utilizzabili soltanto a copertura delle perdite che si manifestano su determinati portafogli di attività o a copertura di determinate tipologie di perdite. ^[1]_{SEP}

Ancora, rientrano tra i fondi pubblici ai fini di vigilanza prudenziale quelli assegnati al confidi in semplice gestione quali, ad esempio, i fondi antiusura assegnati ai sensi della l. 108/96, ovvero quelli disciplinati da regolamenti dell'Unione Europea (si veda, in particolare, il Regolamento (CE) n. 1260/1999 del 21 giugno 1999 recante disposizioni sui fondi strutturali) e gestiti dalle Regioni sulla base di apposite convenzioni (cc.dd. fondi DOCUP), in quanto tali fondi presentano, in base alla disciplina loro propria, specifici vincoli di destinazione.

Gli stessi fondi, come si vedrà a breve, possono essere trattati dal confidi come un deposito in contanti a protezione delle garanzie costituite mediante fondi monetari.

Se al termine degli interventi finanziati con siffatti fondi vi è una quota residua, essa è disponibile per l'ente pubblico gestore e in assenza di vincoli di destinazione impressi dalla normativa comunitaria può essere attribuita al confidi e da questi imputata a mezzi patrimoniali.

L'inclusione dei fondi pubblici tra gli elementi dei fondi propri dei confidi non viene riconosciuta in via generale, ma è valutata dalla Banca d'Italia previa verifica, caso per caso, della circostanza che detti fondi non siano assegnati in gestione nonché dell'effettiva assenza di vincoli di destinazione.

⁽³²⁾ Prima della previsione nelle Disposizioni di vigilanza i chiarimenti in merito erano stati forniti dalla Banca d'Italia con circolare 25 novembre 2008, n. 1251434.

⁽³³⁾ Sul punto cfr. G. BOCCUZZI, *I confidi*, cit., p. 315.

Ancora, il quadro normativo sulla vigilanza prudenziale è stato fortemente influenzato dagli Accordi di Basilea e dalla disciplina comunitaria in materia. Infatti, Basilea 2, pur non prevedendo alcuno specifico riferimento all'attività di prestazione di garanzie mutualistiche propria dei confidi, presuppone che non possano essere in nessun caso ammissibili le garanzie personali prestate da governi, enti pubblici, banche e società di intermediazione mobiliare che presentino una ponderazione del rischio inferiore a quello della controparte debitrice effettiva della banca ovvero altre entità aventi un *rating* pari o superiore ad A-.

Per quanto concerne il rischio di credito, sono stati specificamente riconosciuti come idonei per la riduzione del rischio di credito delle banche gli schemi di garanzia mutualistica che, al momento del mancato pagamento del debitore garantito, prevedono esclusivamente il versamento di un acconto (corrispondente alle sole perdite economiche che la banca potrebbe attendere) anziché dell'intera esposizione garantita ⁽³⁴⁾

Con specifico riferimento alle Disposizioni di vigilanza in materia e alla disciplina sul *credit risk mitigation*, peculiari previsioni applicabili ai soli confidi rispetto agli altri intermediari finanziari riguardano la forma di garanzia basata sullo schema del deposito monetario, per il quale è possibile applicare le regole relative alle operazioni di cartolarizzazione, con le cc.dd. operazioni segmentate o *tranché cover*.

Sono tali le operazioni nelle quali è possibile isolare nell'ambito di un portafoglio composto da una o più attività, attraverso forme di protezione del credito (di tipo reale o personale), una componente di rischio che sopporta le "prime perdite" del portafoglio stesso.

Per quel che riguarda i confidi, questi coprono la quota di "prima perdita" mediante i fondi monetari su un *pool* di finanziamenti (c.d. *tranche junior*), rimanendo a carico della banca solo la parte eccedente dell'esposizione (c.d. *tranche senior*) ⁽³⁵⁾.

Attraverso l'utilizzo di operazioni di cartolarizzazione dei crediti nascenti da esposizioni creditizie a medio-lungo termine i confidi possono superare i frequenti problemi di assorbimento dei rischi di

⁽³⁴⁾ Così rileva G. BOCCUZZI, *I confidi*, cit., p. 316.

⁽³⁵⁾ Ancora, G. BOCCUZZI, *I confidi*, cit., p. 317.

perdite, trasformando detto rischio, inizialmente *unrated*, in un rischio *rated*, collocabile nel mercato e, soprattutto, offrendo un nuovo canale per convogliare i fondi di garanzia pubblica e mutualistica verso forme di finanziamento e trasferimento del rischio coerenti coi principi affermati dall'Accordo di Basilea 2 ⁽³⁶⁾.

Il requisito patrimoniale per il rischio di credito per le garanzie rilasciate a fronte di operazioni segmentate, per le quali i confidi coprono la quota di “prima perdita” mediante specifici fondi monetari, è – coerentemente alla disciplina prudenziale in materia di cartolarizzazioni – pari all'ammontare dei fondi monetari medesimi (al netto delle eventuali rettifiche di valore), a condizione che la convenzione con la banca garantita stabilisca in modo incontrovertibile che i confidi sono tenuti a fornire pagamenti per l'attività di garanzia nei limiti del fondo monetario. In tale^[1] circostanza non va calcolato un ulteriore requisito nei confronti dell'ente creditizio garantito presso il quale sono depositati i fondi monetari.

Inoltre, è specificato che nella circostanza in cui, a fronte delle perdite fronteggiate dai fondi monetari, siano presenti nel passivo specifici fondi vincolati (in genere alimentati da contributi pubblici), ove detti fondi rispettino i requisiti di ammissibilità previsti dalla normativa prudenziale in materia di strumenti di attenuazione del rischio di credito, i medesimi possono essere trattati come un deposito in contanti a protezione delle anzidette garanzie.

6. I confidi minori

Col d.m. 228/2015 è stato emanato il regolamento sulla disciplina della struttura, dei poteri e delle modalità di funzionamento dell'Organismo previsto dall'articolo 112-*bis* t.u.b., ente di diritto privato con autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria (quest'ultima garantita dai contributi degli iscritti e dalle somme dovute per l'iscrizione).

Esso è dotato di poteri di vigilanza ispettiva e informativa, sanzionatori e di intervento.

⁽³⁶⁾ Così D. PIAZZO, *Il sistema dei confidi nell'accordo di Basilea 2*, Bari, 2006, p. 52, nt. 85.

L'organismo è a sua volta sottoposto ad una vigilanza di secondo livello da parte del Ministro dell'Economia e della Banca d'Italia. È stato rilevato come questa soggezione all'Autorità creditizia fa sì che l'Organismo possa, in concreto, diventare la sua *longa manus*, costituendone una sorta di estensione organizzativa, o quantomeno un luogo di costruzione condivisa della vigilanza ⁽³⁷⁾.

L'esercizio di poteri di controllo sul sistema confidi minori da parte delle Autorità di vigilanza, seppure di secondo livello, è reso necessario dalla crescente rilevanza dei confidi minori, atteso il loro ruolo sempre più centrale nell'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese e dalle esigenze di crescita dimensionale dei confidi, finalizzato a raggiungere l'obiettivo di operare scelte strategiche aggregative, aumentando la loro operatività grazie alla possibilità di accedere a sovvenzioni regionali e di affacciarsi al mercato in maniera più organizzata ⁽³⁸⁾.

Quanto affermato circa l'effettiva complementarietà nella vigilanza esistente tra Organismo e Autorità creditizie viene inoltre suffragato dalla disposizione contenuta all'art. 112-bis, comma 8°-bis, t.u.b., dalla quale si evince che le Autorità di vigilanza e l'Organismo, nel rispetto delle proprie competenze, collaborano anche mediante lo scambio di informazioni necessarie per l'espletamento delle rispettive funzioni e in particolare per consentire all'Organismo l'esercizio dei poteri ad esso conferiti nei confronti dei soggetti iscritti nell'elenco e che la trasmissione di informazioni all'Organismo per le suddette finalità non costituisce violazione del segreto d'ufficio da parte delle Autorità di vigilanza.

Alle due Autorità creditizie permangono comunque rilevanti poteri di vigilanza. Il Ministero dell'Economia, su proposta della Banca d'Italia, può infatti sciogliere gli organi di gestione e controllo

⁽³⁷⁾ A. ANTONUCCI, *L'intermediazione*, cit., p. 39 s.

⁽³⁸⁾ Tale obiettivo, recentemente, lo si sta raggiungendo attraverso l'utilizzo dello strumento del contratto di rete. L'art. 1, comma 54°, l. 27 dicembre 2013, n. 147 (c.d. legge di stabilità 2014), nel dettare previsioni per favorire i processi di crescita dimensionale e di rafforzamento della solidità patrimoniale dei confidi, ha previsto che tali misure si possano applicare anche ai confidi che concludano contratti di rete finalizzati al miglioramento dell'efficienza e dell'efficacia operativa dei confidi aderenti i quali, nel loro complesso, erogano garanzie in misura pari ad almeno 150 milioni di euro.

dell'Organismo qualora risultino gravi irregolarità nell'amministrazione o gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie dello stesso. Inoltre, a rimarcare l'incidenza del potere di controllo sull'organismo e, indirettamente, sui confidi minori, nomina altresì un proprio rappresentante nell'organo di controllo.

Alla Banca d'Italia è, invece, riservato il potere di provvedere agli adempimenti necessari alla ricostituzione degli organi di gestione e controllo dell'Organismo in caso di loro scioglimento. Inoltre, tale organismo può disporre la rimozione di uno o più componenti degli organi di gestione e controllo in caso di grave inosservanza dei doveri ad essi assegnati o dei provvedimenti specifici e di altre istruzioni impartite dalla Banca d'Italia, ovvero in caso di comprovata inadeguatezza, accertata dalla stessa, all'esercizio delle funzioni cui sono preposti.^[1]_{SEP}

L'Organismo gestisce l'elenco dei confidi minori e provvede alla sua pubblicità, valutando le istanze di iscrizione in esso e la sussistenza dei requisiti nonché verificando nel continuo la permanenza dei requisiti necessari per il mantenimento dell'iscrizione nell'elenco.

L'Organismo inoltre verifica il rispetto da parte degli iscritti delle disposizioni che regolano la loro attività anche ai sensi dell'articolo 112, comma 2°, t.u.b., provvede all'iscrizione, cancellazione e diniego di iscrizione dall'elenco e cura ogni altro atto e attività strumentale o accessoria alle funzioni di tenuta dell'elenco.

L'Organismo ha poteri di vigilanza informatica e ispettiva. Per lo svolgimento dei propri compiti di controllo sui confidi iscritti nell'elenco, l'Organismo può richiedere la comunicazione, anche periodica, di dati, notizie, atti e documenti concernenti l'attività esercitata, con le modalità e i termini da esso stabiliti.

Per il perseguimento di tali finalità l'Organismo può procedere ad audizioni personali nonché disporre ispezioni e acquisire dati, notizie, atti e documenti concernenti l'attività esercitata dai confidi. A tal uopo può avvalersi delle Federazioni di rappresentanza dei confidi espressione delle Organizzazioni nazionali di impresa, secondo modalità fissate nello statuto dell'Organismo tali da garantire efficienza ed efficacia e da preservare indipendenza ed imparzialità delle funzioni svolte nei confronti degli iscritti o di coloro che hanno

presentato istanza di iscrizione.

A proposito dello statuto, che deve essere approvato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze sentita la Banca d'Italia, l'Organismo ne cura la redazione assicurandosi che esso contenga previsioni adeguate ad assicurare efficacia e legittimità dello svolgimento dei propri compiti e idonee a consentire l'attività di vigilanza della Banca d'Italia.

A questi fini l'Organismo adotta, applica e mantiene criteri, modalità e risorse necessarie per l'efficace svolgimento dei compiti, meccanismi di controllo interno idonei a garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure, un efficace sistema di pubblicità delle proprie disposizioni riguardanti l'attività degli iscritti, procedure funzionali ad assicurare la piena legittimità della propria attività e, con particolare riferimento al procedimento sanzionatorio, il rispetto del principio del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione e della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie, procedure idonee a garantire la riservatezza delle informazioni ricevute nonché, da ultimo, procedure che consentano di fornire tempestivamente alla Banca d'Italia le informazioni dalla stessa richieste.

Ai sensi dell'art. 17 del Regolamento, l'Organismo ha anche poteri sanzionatori.

Esso procede d'ufficio alla cancellazione dall'elenco in caso di perdita di uno dei requisiti per l'iscrizione, gravi violazioni di norme di legge e delle relative disposizioni di attuazione ⁽³⁹⁾, in caso di mancato pagamento del contributo dovuto dagli iscritti ai sensi dell'art. 112-*bis*, comma 2°, t.u.b., ovvero per inattività del confidi iscritto nell'elenco – non giustificata da comprovati motivi – protrattasi per un periodo di tempo non inferiore a un anno.

L'Organismo, in caso di violazioni di disposizioni normative che ne regolano l'attività, può imporre ai confidi iscritti il divieto di intraprendere nuove operazioni o disporre la riduzione delle attività.

⁽³⁹⁾ La gravità delle violazioni può essere desunta dall'idoneità della condotta ad esporre il confidi a significativi rischi o all'incapacità di far fronte agli impegni assunti, dalla commissione reiterata o diffusa della violazione, dall'entità del vantaggio ottenuto o delle perdite evitate attraverso la violazione, nella misura in cui essa sia determinabile nonché dai pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione, nella misura in cui il loro ammontare sia determinabile.

Deve, in proposito, condividersi l'importanza dell'Organismo sugli interi assetti del mercato. La vigilanza sui confidi minori garantisce una evoluzione virtuosa del settore e disincentivare comportamenti elusivi cui i confidi maggiori sarebbero stati tentati in assenza di un controllo in caso di assenza dei requisiti per l'iscrizione all'Albo di cui all'art. 106 t.u.b. ⁽⁴⁰⁾.

7. Le banche confidi

Il comma 31° della legge confidi attribuisce alla Banca d'Italia il potere di dettare disposizioni di attuazione di quella disciplina.

In virtù di detta previsione, alle banche confidi si applicano anche le «*Disposizioni di vigilanza per le banche*» della Banca d'Italia, disposte con circolare 17 dicembre 2013, n. 285.

Rispetto alle banche di credito cooperativo – categoria entro cui, come si è visto, debbono essere ascritte le banche confidi – uno degli elementi maggiormente caratterizzanti è rappresentato dal fatto che il capitale minimo iniziale delle banche di garanzia collettiva dei fidi ammonta a 10 milioni di euro, al pari delle banche costituite in forma di società per azioni e delle banche popolari. Per le banche di credito cooperativo, invece, l'ammontare necessario per il rilascio dell'autorizzazione all'attività bancaria è pari a 5 milioni di euro.

Ove non derogate, debbono però ritenersi applicabili tutte le altre disposizioni dettate per le banche di credito cooperativo.

Le Disposizioni di vigilanza prevedono poi una puntuale disciplina in materia di partecipazioni detenibili dalle banche di credito cooperativo e dalle banche confidi (Parte III, cap. 1, sez. VIII).

È statuito, inoltre, che le banche di credito cooperativo e le banche di garanzia collettiva possono assumere partecipazioni in banche, istituti di moneta elettronica (*breviter* IMEL), imprese finanziarie e imprese assicurative in misura non superiore al 20% del capitale della società partecipata. Resta comunque preclusa la detenzione, anche indiretta, di partecipazioni di controllo esclusivo o congiunto.

Queste banche possono altresì assumere partecipazioni in imprese strumentali e partecipazioni in imprese non finanziarie purché il

⁽⁴⁰⁾ Così L. SCIPIONE, *sub* art. 112-bis, in C. COSTA (a cura di), *Commento*, cit., p. 1206.

valore dell'interessenza sia contenuto entro l'1 per cento dei fondi propri del partecipante (c.d. limite di concentrazione). Tale limite è elevato al 3% nel caso di partecipazioni in organismi di categoria. L'insieme di tali interessenze deve essere comunque contenuto entro il limite del 15% dei fondi propri (c.d. limite complessivo).

Il divieto di detenere partecipazioni di controllo – anche congiunto – in banche, IMEL, assicurazioni e finanziarie non si applica alle partecipazioni delle banche confidi in società cooperative o consortili che svolgono esclusivamente attività di garanzia collettiva dei fidi, nonché i servizi connessi e strumentali, a favore dei confidi soci e delle imprese consorziate o socie di questi ultimi (confidi di secondo grado).

Si applicano, ove non derogate, le disposizioni comuni in materia di limite generale agli investimenti in partecipazioni e in immobili, partecipazioni in imprese non finanziarie, partecipazioni acquisite nell'ambito dell'attività di collocamento e garanzia, in imprese in temporanea difficoltà finanziaria e per recupero crediti, partecipazioni in banche, in imprese finanziarie e in imprese assicurative, regole organizzative e di governo societario. L'acquisizione e la detenzione di investimenti indiretti in *equity* sono consentiti alle banche di credito cooperativo e alle banche di garanzia collettiva limitatamente a investimenti in categorie di imprese e in settori economici coerenti con le finalità mutualistiche (ad esempio, imprese cooperative e piccole e medie imprese). Tali investimenti sono effettuati alle condizioni previste dalla Parte III, cap. 1, Sez. VI delle Disposizioni di Vigilanza ed entro i limiti specifici previsti per le banche in analisi nonché nel rispetto della regola di operatività prevalente con soci e del limite all'operatività fuori zona.

La nuova garanzia mobiliare introdotta con L. n. 119 del 2016. Aspettando il registro informatizzato dei pegni non possessori.

SOMMARIO: 1. Premessa. Occasione e delimitazione dell'indagine. – 2. L'evoluzione del quadro normativo di riferimento. La nuova garanzia pignorizia delineata dal legislatore: superamento dello spossessamento e valorizzazione dell'autonomia privata. – 3. Gli aspetti critici della disciplina tra esigenze interpretative e integrazione negoziale.

1. Sono trascorsi quasi due anni dall'emanazione del decreto legge 3 maggio 2016, n. 59, convertito il successivo 30 giugno con legge n. 119, che ha introdotto una nuova garanzia reale mobiliare di natura non possessoria nell'ambito di «Misure a sostegno delle imprese e di accelerazione del recupero crediti».

Di là dagli ambiziosi proclami e dalle buone intenzioni¹, la nuova garanzia mobiliare non possessoria è rimasta lettera morta perché la mancata adozione del registro informatico necessario per assicurarne l'opponibilità ne ha impedito fino ad oggi l'utilizzo.

È di questi giorni la notizia che nel tentativo di vincere l'immobilismo séguito al varo della nuova legge², l'Associazione bancaria italiana e la Confederazione generale dell'industria italiana hanno sottoscritto un «Accordo per il credito e la valorizzazione delle nuove figure di garanzia» con il quale si propongono, tra l'altro, di «svolgere un'azione congiunta per favorire l'emanazione del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro della giustizia, che istituisce il registro informatico dei pegni non possessori e ne disciplina il funzionamento»³.

¹ Cfr. al riguardo il giudizio di E. GABRIELLI, *Una garanzia reale senza possesso*, in *Nuovi modelli di garanzie patrimoniali*, a cura di E. Gabrielli e S. Pagliantini, in *Giur.it.*, 2017, p. 1715, per il quale «una strada lastricata di buone intenzioni è stata così percorsa dal nostro legislatore con un passo incerto e maldestro».

² Ove il termine per l'emanazione della normativa secondaria era fissato in trenta giorni (v. art. 1, comma 6).

³ L'accordo tra Abi e Confindustria può leggersi sul sito dell'Associazione Bancaria Italiana: www.abi.it

Ci si può domandare perché il legislatore non abbia reputato di avvalersi, così come aveva fatto con l'art. 46 TUB per la opponibilità del privilegio, del registro già tenuto presso il Tribunale per la trascrizione *ex art.* 1524 c.c. del patto di riservato dominio⁴. Eppure, le ragioni che segnalavano l'urgenza di un intervento riformatore del sistema delle garanzie mobiliari erano ben delineate nella Relazione illustrativa al disegno di legge di conversione del Decreto Banche⁵.

Ci si trova, dunque, dinanzi al paradosso di un *iter* legislativo iniziato nel 2016 con decretazione di urgenza ma ancora incompleto.

In questo *tempo sospeso* in cui la dottrina non può che confrontarsi con se stessa, privata com'è del naturale dialogo con la giurisprudenza che segue l'applicazione di una nuova disciplina, non è inutile ricordare quanto già lunga sia stata l'attesa del rinnovato quadro normativo per poi indugiare sugli aspetti che destano maggiori perplessità.

2. La disciplina del pegno ha subito negli ultimi trent'anni, a cavallo cioè tra il vecchio e il nuovo millennio, una profonda evoluzione.

Gli interventi legislativi e giurisprudenziali sono stati sollecitati da dottrina attenta⁶ alle istanze di rimeditazione degli istituti provenienti

⁴ Eventualmente prevedendone l'ammodernamento nell'ottica dell'informatizzazione.

⁵ Secondo la Relazione illustrativa al disegno di legge di conversione del d.l., 3 maggio 2016, n. 59, «l'esigenza di porre mano ad una riforma organica del diritto delle garanzie mobiliari è stata segnalata da molti anni dalla dottrina più autorevole, nonché ribadita da molteplici studi e rapporti internazionali, i quali individuano nella rigidità e nella frammentarietà della disciplina in oggetto uno degli ostacoli più incisivi all'efficienza del sistema di finanziamento delle imprese e, dunque, un fattore frenante per lo sviluppo dell'economia e dell'occupazione. Le ragioni di tale inadeguatezza sono sia di ordine formale che di ordine sostanziale. In primo luogo le regole vigenti hanno un carattere disorganico, essendo contenute in una pluralità di fonti, anche di derivazione europea, e in un articolato *corpus* di sentenze giurisprudenziali. In secondo luogo, l'impianto tradizionale del diritto delle garanzie reali mobiliari, di cui al codice civile del 1942, appare ormai largamente superato alla luce delle profonde trasformazioni nel sistema economico e del contesto degli scambi, dando luogo ad un regime delle garanzie rigido e disfunzionale». Il testo integrale si legge sul sito del Ministero della Giustizia: www.giustizia.it

⁶ Fra tutti cfr. E. GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, Padova, 1990; ID., *I negozi costitutivi di garanzie reali*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1996; ID., *Sulle garanzie*

dalla realtà socio-economica ed hanno delineato una pluralità di modelli legali della garanzia, ai quali si ricollegano altrettanti statuti normativi.

Il dato immediatamente ricavabile dalla disciplina delle figure non codicistiche di pegno introdotte già nel 1984 (pegno sui prosciutti) e nel 2001 (pegno sui prodotti lattiero caseari) è la perdita di centralità dello spossessamento, sostituito, nella legislazione speciale, da meccanismi idonei ad evitare immobilizzazioni antieconomiche dei beni, ovvero (è il caso del pegno su strumenti finanziari dematerializzati) a conciliare l'opponibilità della garanzia con l'assenza di fisicità della *res*.

Le perplessità in ordine all'adeguatezza dello spossamento a soddisfare le esigenze legate alla costituzione della garanzia sono assai risalenti nel tempo. Già nel vigore delle disposizioni del codice Pisanelli e del codice di commercio del 1882⁷, la dottrina si interrogava sull'attuabilità di una garanzia mobiliare che conservasse al debitore il possesso della cosa oppignorata salvaguardando la fondamentale necessità di conciliare le esigenze del credito con quelle dell'economia. È dapprima nel settore del credito agrario (per la intuitiva ragione che fino al dopoguerra la nostra economia era prevalentemente agricola) che si pone l'esigenza di superare lo spossessamento per non privare l'agricoltore del possesso e quindi dell'uso delle scorte vive e morte perché questo avrebbe significato disarticolare l'azienda agraria⁸.

rotative, Napoli, 1998; ID., *Rotatività della garanzia*, in *Dig. Disc. Priv. Sez. civ.*, XVIII, Torino, 1998; ID., *Spossessamento e funzione di garanzia nella teoria delle garanzie reali*, in *Fallimento*, 2002, p. 933. Nonché, in un orizzonte più ampio, A. VENEZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie. Profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano, 2000; Alb. CANDIAN, *Le garanzie mobiliari. Modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano, 2001, p. 304, ss.

⁷ I due codici prevedevano lo spossessamento rispettivamente agli artt. 1878-1890 e 454-460.

⁸ Sul punto cfr. C. MAIORCA, *Il pegno di cosa futura e il pegno di cosa altrui*, Milano, 1938, p. 58 ss. e spec. 59, ove si legge: «Può bastare a costituire il diritto di pegno su cose mobili che non ammettano la tradizione materiale, una tradizione simbolica, però si richiede incondizionatamente l'applicazione di segni che rendano evidente il pegno» (corsivo dell'a.). Ma il problema è già segnalato nel 1911 da F. FERRARA, *La vendita per acconti e il «pactum reservati dominii»*, in *Foro it.*, 1911, I, c. 494, ora in *Scritti giuridici*, II, Milano, 1954, il quale osserva che «nelle vendite di beni mobili, ove il credito personale è insufficiente, si sente la necessità di trovare

Il problema assumeva, tuttavia, ben altra portata man mano che il ricorso al credito esterno, prevalentemente bancario, diveniva nel nostro paese la forma usuale di finanziamento alle imprese⁹ per la endemica sottocapitalizzazione delle società¹⁰.

La sensazione generalmente avvertita è che lo spossessamento contrasti anche con l'interesse del creditore, sul quale logicamente si riflette la diminuzione della capacità produttiva del debitore¹¹, finendo in ultima analisi per colpire l'economia in genere per la quale il bene impegnato diviene un bene morto¹².

Il pegno, dunque, strutturalmente concepito per garantire la sicurezza del credito in un'ottica insensibile alle ragioni dello sviluppo produttivo e legata a un modello di economia statico¹³ ispirato da

una garanzia reale. Questa secondo il nostro sistema è data dal pegno, ma tale forma è inidonea e non si presta allo scopo, perché esige lo spossessamento delle cose oggetto di garanzia nelle mani del debitore e, si comprende che se chi acquista degli oggetti che gli servono [...] dovesse poi per garanzia del prezzo darli allo stesso venditore o a terzi, tanto varrebbe che non li comperasse».

⁹ In G. TUCCI, *Garanzia (III Diritti di garanzia-dir.comp.)*, Enc. Giur. Treccani, XIV, Roma, 1988, p. 591, il rilievo che «l'esigenza di ricorrere in maniera fisiologica al credito sia per incrementare l'attività di impresa sia per aumentare la diffusione dei beni di consumo durevoli ha sconvolto nella nostra, come in tutte le altre esperienze giuridiche collegate ad una economia di mercato, il sistema delle garanzie ed ha dato luogo ad una rilevante proliferazione delle garanzie mobiliari non possessorie».

¹⁰ Sul problema v. G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in Riv. soc., 1991, I, p. 3.

¹¹ In argomento v. G. TRAPANI, *Il pegno c.d. mediante compossesso e il pegno senza spossessamento*, Milano, 1963, p. 120 il quale reputa che «lasciando al debitore il possesso del bene e permettendogli di proseguire la sua attività produttiva, gli si offra il migliore incentivo per indurlo ad estinguere il debito contratto».

¹² L'espressione è di F. FERRARA Jr., *Ipoteca mobiliare*, Roma, 1932, p. 129.

¹³ Al riguardo L. PIAZZA, *Garanzia (I diritto civile)*, in Enc. Giur. Treccani XIV, Roma, 1988, p. 4 osserva che «il credito fondato sulle garanzie reali rappresenta la forma meno evoluta dell'economia creditizia, che si giustifica in un arcaico contesto sociale ed economico, statico e chiuso, nel quale possono considerarsi indifferenti l'immobilizzazione della ricchezza e l'inaccessibilità al mercato delle sempre più vaste categorie di persone che, in vario ruolo, aspirano ad operarvi». L'osservazione, è generalmente condivisa in dottrina, da ultimo v. R. DI RAIMO, *Appunti sulla circolazione con scopo di garanzia nel diritto attuale*, in questa rivista, n. 2, 2018, ove il rilievo che indubbiamente «l'attitudine in primo luogo del pegno a conservare beni appartenenti al patrimonio del debitore congelandoli ovvero sottraendoli alla

logiche di sfruttamento dominicale dei beni, non poteva che rimanere confinato nell'ambito sempre più ristretto delle transazioni compatibili con le sue caratteristiche, mentre la pratica per il finanziamento delle imprese ha cercato altrove strumenti che tenessero conto del valore di garanzia dei beni mobili utilizzati per la produzione, senza distoglierli alla loro destinazione all'attività di impresa.

Si pensi alla larga utilizzazione della vendita a rate con riserva della proprietà, oppure al *leasing* (comunque non in grado di soddisfare tutte le esigenze sottese alla costituzione di una garanzia reale). Non avevano invece ingresso nella pratica i trasferimenti a scopo di garanzia in virtù del divieto del patto commissorio¹⁴.

Si è discusso fin qui dell'ostacolo che lo spossessamento ha rappresentato alla costituzione del pegno su beni per i quali la sottrazione materiale al debitore è tecnicamente possibile ma si palesa, per la sua insensibilità al valore d'uso del bene, inadeguata alle esigenze del mondo economico. Tuttavia, lo scenario è ben più complesso perché da tempo i beni hanno assunto forme nuove¹⁵ tanto da rendere addirittura un *nonsense* discorrere a loro riguardo di spossessamento; vi sono beni non suscettibili di apprensione materiale come le informazioni¹⁶, i modelli di comunicazione o di distribuzione

circolazione ed emarginandoli dall'attività economica è espressione di una economia essenzialmente statica o per lo meno estremamente lenta».

¹⁴ Anche sulla portata del divieto commissorio è intervenuto il decreto legislativo convertito con l. 119 del 2016 inserendo l'art. 48 *bis* nel TUB che ammette i trasferimenti a scopo di garanzia. Ma v. pure l'art. 120-quinquiesdecies introdotto dal d.lg. 21 aprile 2016, n. 72 che attua l'art. 28 della Direttiva europea n. 2014 del 2017. Per un esame di questa novità legislative v. N. CIPRIANI, *Appunti sul patto marciano nella L. 30 giugno 2016, n. 119*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, p. 994 ss.

¹⁵ Sul processo di configurazione di nuovi beni cfr. D. MESSINETTI, *Oggettività giuridica delle cose incorporali*, Milano, 1970. Rifletteva sulla opportunità di una nuova classificazione dei beni già S. PUGLIATTI, *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, rist. 1964, p. 334 per il quale «le basi naturalistiche della distinzione tra beni immobili e beni mobili sono state erose e distrutte dalla evoluzione economica, sociale e giuridica».

¹⁶ G. VISINTINI, *I nuovi beni come oggetto di garanzia*, in G. De Nova, B. Inzitari, G. Tremonti, G. Visintini, *Dalle res alle new properties*, Milano, 1991, p. 81. In argomento v. anche A. GAMBARO, *La proprietà*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Iudica e Zatti, Milano, 1990, p. 37 ss. il quale riconduce la nascita di nuovi beni al cambiamento epocale verificatosi a seguito del passaggio da un'economia di

commerciale (il c.d. patrimonio invisibile delle imprese)¹⁷, oppure gli strumenti finanziari immessi in gestione accentrata o gli strumenti finanziari dematerializzati.

Questo, dunque, il quadro che in passato ha determinato i primi interventi legislativi.

A partire dagli anni Ottanta, le regole alternative di costituzione della garanzia hanno riguardato alcuni settori merceologici: quello dei prosciutti con la l. n. 401 del 1985, che ha introdotto il meccanismo segnalativo del contrassegno indelebile¹⁸, e quello dei prodotti lattiero caseari, ai quali la l. n. 122 del 2001 estende l'applicabilità delle modalità di costituzione stabilite dalla prima¹⁹.

Altre leggi speciali hanno disciplinato la costituzione del pegno sugli strumenti immessi in gestione accentrata e sugli strumenti dematerializzati, prevedendo dei meccanismi scrittureali²⁰.

manufatti ad un'economia c.d. di servizi ove lo scambio economico non riguarda più solo cose corporali. Di estremo interesse sono le osservazioni formulate dall'a. in ordine alle difficoltà di utilizzare le categorie tradizionali, «tutte racchiuse nell'opposizione tra beni oggetto di diritti reali, da un lato, e prestazioni oggetto di rapporti obbligatori, dall'altro», per regolare «le idee fruttuose, le notizie, le informazioni».

¹⁷ In proposito C. PROTO, *Profili evolutivi delle garanzie reali*, in *Fallimento*, 2002, p. 927 osserva che sono questi beni «che sempre più frequentemente vengono a costituire la vera ricchezza dell'impresa (tanto che oggi si comincia a parlare di impresa "invisibile")».

¹⁸ La legge 24 luglio 1985, n. 401, recante «Norme sulla costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata», introduce nel sistema una figura di pegno speciale che prescinde dalla consegna del bene da parte del produttore al finanziatore, ma assicura ugualmente a quest'ultimo una garanzia reale idonea a giustificare l'erogazione del credito a condizioni meno onerose. Le ragioni della scelta del settore merceologico devono ricondursi, da un lato, al rilievo economico assunto fra gli anni '70 e '80 dalla produzione interna del prosciutto in conseguenza dell'apertura dei mercati americani ai prodotti italiani a denominazione di origine tutelata, dall'altra, all'esistenza di normative già intervenute in precedenza a regolare l'attività di produzione di detti beni.

¹⁹ V. art. 7, l. 27 marzo 2001, n. 122, recante disposizioni modificative e integrative alla normativa che disciplina il settore agricolo e forestale, ove si stabilisce che «il pegno sui prodotti lattiero-caseari a denominazione d'origine a lunga stagionatura può essere costituito dai produttori che adempiono alle condizioni previste per la immissione in consumo di tali prodotti, oltre che con le modalità previste dall'art. 2786 c.c., nella forma e con le modalità previste dalla l. 24 luglio 1985, n. 401».

²⁰ Art. 87 del TUF (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58) e art. 34 del decreto euro (d.lg. 24 giugno 1998, n. 213) il primo modificato a seguito del d. lgs. 21 maggio 2004, n.

Si tratta di interventi settoriali, eppure in grado di svelare la capacità del sistema di soddisfare le esigenze sacrificate dal paradigma del pegno di configurazione codicistica. Il passo ulteriore poteva compiersi in due diverse direzioni. In primo luogo si sarebbe potuto accordare all'autonomia privata il potere di costituire garanzie mobiliari senza spossessamento al di fuori dai casi specificamente previsti dalla legge, individuandone essa stessa nuovi strumenti per la opponibilità. Sarebbero state legittimate, per tale via, figure di garanzia reali conformate alla disciplina legale dalla fonte negoziale semmai demandando a quest'ultima, sulla falsa riga dei nuovi modelli legislativi, l'individuazione dello strumento di opponibilità più idoneo (si pensi al meccanismo contemplato dall'art. 1396 c.c. o dall'art. 1341 c.c.)²¹. In alternativa, ci si poteva orientare nella consueta

170, attuativo della direttiva europea sui contratti di garanzia finanziaria n. 47 del 2002

²¹ Sulla rilevanza dell'autonomia privata nel processo configurativo di nuove garanzie reali, sia consentito rinviare a F. DELL'ANNA MISURALE, *Profili evolutivi della disciplina del pegno*, Napoli, 2004, p. 190 ss. ove si propone di superare, da una parte, il *numerus clausus*, evidenziandone le ragioni per cui la sua giustificazione teorica si presenta controversa e sfuggente, dall'altra, l'ostacolo frapposto dalla rigidità del sistema pubblicitario che, con riferimento ai diritti su beni mobili, la cui circolazione non è soggetta ad alcuna formalità pubblicitaria, appare meno standardizzato. Il collegamento tra principio di tipicità dei diritti reali e pubblicità ha però il merito di aver segnalato che l'opponibilità intrinseca ad ogni diritto reale impone la concomitante previsione di misure idonee ad assicurare, a chiunque possa esserne interessato, la conoscibilità delle situazioni giuridiche destinate al rilievo *erga omnes*. Non sembra, tuttavia, che la salvaguardia di questa esigenza passi necessariamente attraverso la regola di tipicità dei diritti reali; anzi, astrattamente nulla impedisce che all'interno di una situazione reale atipica (*rectius*, conformata nella disciplina dalla fonte negoziale) siano approntati indici idonei di conoscibilità. Da un punto di vista tecnico-operativo il vaglio dell'adeguatezza allo scopo degli strumenti segnalativi approntati convenzionalmente dovrebbe rimettersi al giudice, snodandosi su percorsi già collaudati. Il sistema contempla, infatti, situazioni giuridiche condizionate, nell'opponibilità, all'esistenza di meccanismi atti a garantirne la concreta conoscibilità. La modifica e la revoca della procura, ad esempio, possono essere fatte valere, secondo quanto stabilito dall'art. 1396 c.c. citato nel testo, se portate a conoscenza dei terzi «con mezzi idonei»; nella stessa prospettiva si pone il disposto dell'art. 1341 c.c., che subordina la efficacia delle condizioni generali di contratto alla loro conoscibilità. Si tratta di fattispecie nelle quali al soggetto portatore dell'interesse all'opponibilità della situazione, è lasciato l'onere, che contiene anche la libertà, di individuare ed approntare i meccanismi idonei alla difesa della posizione dei terzi ma, al contempo, sono addossate le

direzione dell'intervento legislativo, ma questa volta per introdurre nel sistema una figura più generale di pegno mobiliare senza spossessamento²².

L'una e l'altra strada muovono da una presa di coscienza: lo spossessamento nel paradigma codicistico ha una funzione puramente servente che consente di escluderlo dal novero dei requisiti qualificanti il tipo normativo. Ne segue, come corollario, la fungibilità dello strumento segnalativo, il cui scopo può dunque raggiungersi anche percorrendo strade alternative alla sottrazione al debitore del bene impegnato.

Il legislatore ha scelto di elaborare una figura generale di pegno senza spossessamento seppure con il limite dell'inerenza all'attività di impresa, ma parimenti rilevante, sul terreno sistematico, in ragione degli spazi offerti all'autonomia privata nell'elaborazione delle relative regole di funzionamento.

Invero, le preoccupazioni nell'ambito del processo configurativo di nuove garanzie reali sembrano derivare essenzialmente dall'esigenza di tutelare i terzi dai rischi dell'affidamento riposto su situazioni giuridiche di apparenza ingannevole.

Il problema riguarda in primo luogo il rapporto tra garanzie reali su beni mobili e regole di governo della loro circolazione.

Si tratta, al riguardo, di approntare dei validi strumenti alternativi allo spossessamento per evitare il formarsi delle condizioni di applicabilità delle regole dettate dagli artt. 1153 e 1155 c.c. Escluso lo spossessamento, mezzo pubblicitario assai rudimentale²³, in certa misura ambiguo ma certamente efficace²⁴, per salvaguardare

conseguenze dell'esito negativo del giudizio di adeguatezza dei mezzi prescelti. Secondo il medesimo canovaccio, nel pegno pubblicizzato con mezzi diversi dallo spossessamento, il rischio dell'idoneità dello strumento segnalativo ad assicurare la conoscenza del vincolo graverebbe sul creditore, poiché la valutazione negativa espressa dal giudice determinerebbe inevitabilmente l'inopponibilità della garanzia.

²² Cfr. F. DELL'ANNA MISURALE, *o.u.c.*, p. 107 e *passim* ove pure l'auspicio di un ripensamento organico della disciplina del pegno.

²³ L'espressione appartiene a D. RUBINO, *La responsabilità patrimoniale-Il pegno*, in D. Rubino e G.P. Gaetano, *La responsabilità patrimoniale, Il pegno. I privilegi*, in *Tratt. di dir. civ.*, diretto da Vassalli, XIV, 1, Torino, 2^a ed., 1952, pp. 185 ss.

²⁴ Il giudizio è di S. PUGLIATTI, *La trascrizione*, in *Tratt. Dir. civ. e comm.* Diretto da Cicu e Messineo, XIV, 1, Milano, 1957 il quale evidenzia come il

l'effettività della garanzia, impedendo il formarsi delle condizioni di applicabilità indicate negli articoli in questione, la via escogitata dal legislatore è quella della iscrizione del contratto di pegno in un registro informatizzato costituito presso l'Agenzia delle entrate e denominato «registro dei pegni non possessori».

Non si è voluto evidentemente restare nel solco tracciato dai precedenti interventi settoriali che avevano puntato su meccanismi in grado di escludere la buona fede in capo al terzo acquirente del bene impegnato. Sulla falsa riga della l. 401 del 1985 si sarebbe potuto fare ricorso all'apposizione sui beni assoggettati a pegno di contrassegni o marchi indelebili (suscettibili di utilizzazione con riguardo ad altri beni che, come il prosciutto, richiedono lunghi processi di lavorazione: vini, liquori e tartufi, ma anche con riferimento ai macchinari aziendali). Si è preferito, viceversa, affidare al solo meccanismo scritturale la funzione pubblicitaria, attribuendogli valenza di pubblicità dichiarativa. Ne segue che chi dovesse acquistare il bene gravato dalla garanzia in epoca successiva alla iscrizione della stessa non avrebbe nessuna possibilità di avvalersi della regola possesso vale titolo.

Su altro fronte il problema del superamento dello spossessamento riguarda i limiti che i sistemi segnalativi della garanzia ad esso alternativi presentano rispetto alla necessità di appalesare, con immediatezza, l'esistenza del vincolo nei confronti dei creditori del debitore concedente.

Ben vero che, rispetto ad essi, soltanto la sottrazione materiale del bene dal patrimonio del debitore consente la percezione dell'impossibilità di fare affidamento sul valore del detto bene, ma altrettanto vero che dal sistema emerge più di una ipotesi in cui gli atti dispositivi della proprietà o costitutivi di vincoli di indisponibilità su un bene mobile risultano opponibili ai creditori pignoranti a prescindere dallo spossessamento, semplicemente sulla base dell'antiorità del titolo. Si pensi ai beni detenuti in locazione o in

possesso in capo al creditore non rende palese il titolo giustificativo della perdita della disponibilità materiale del bene da parte del debitore, dando luogo ad una presunzione di proprietà e non già alla pubblica conoscibilità dell'esistenza di un diritto di pegno. In tale contesto l'a. considera lo spossessamento alla stregua di «un surrogato di pubblicità», sebbene in grado di assicurare l'opponibilità.

comodato²⁵ o alle ipotesi disciplinate dagli artt. 2914, n. 4; 2915; 1524; 1707 c.c.²⁶.

La prevenzione delle frodi in danno dei creditori è affidata alla certezza della data dell'atto traslativo o costitutivo del vincolo, piuttosto che alla manifestazione fisica, realizzata attraverso lo spossessamento, della perdita della disponibilità materiale del bene da parte del debitore.

Tutto ciò volatilizza il significato giuridico della vicinanza fisica tra soggetto e bene ed esclude che il giudizio circa la solvibilità del debitore possa fondarsi sulla realtà fenomenica ammettendo, ed anzi consigliando, di ricercare altrove indici inequivocabili per dirimere gli eventuali conflitti tra creditori.

In questo senso la disciplina del pegno delineata nel codice costituisce un *unicum* ed è destinata a rimanere tale all'interno di un sistema che conferma, nella sua evoluzione, la tendenza a non considerare insuperabili i rischi connessi alla configurazione di situazioni di c.d. solvibilità apparente²⁷.

²⁵ Il diritto di proprietà del comodante o del locatore sono opponibili ai creditori del comodatario e del conduttore se il relativo contratto ha data certa anteriore al pignoramento della cosa.

²⁶ L'art. 2914, n. 4 c.c. subordina l'opponibilità ai creditori dell'alienazione di un bene mobile del quale non sia stato trasferito il possesso, alla circostanza che il contratto traslativo abbia data certa; l'art. 2915 c.c. fa dipendere dalla medesima condizione la possibilità di opporre i vincoli di indisponibilità costituiti sul bene mobile oggetto di pignoramento; l'art. 1524 c.c. richiede, per far valere la riserva di proprietà del venditore di beni mobili ai creditori dell'acquirente, la certezza della data della riserva di dominio; l'art. 1707 c.c. fa salvi, nei confronti dei creditori del mandatario, i diritti del mandante sui beni mobili acquistati in esecuzione del mandato sol che questo risulti da data certa.

²⁷ F. ANELLI, *Alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1997, p. 411, il quale osserva che «un soggetto potrebbe ben risultare nella disponibilità di beni acquistati con riserva della proprietà a favore del venditore, o condotti in *leasing*, o di beni da lui già venduti a terzi ad altro titolo, e tutte le pretese restitutorie dei proprietari prevarrebbero sulla posizione dei creditori, purchè derivanti da titoli cronologicamente anteriori al pignoramento o al fallimento». In questo senso v. anche P. PISCITELLO, *Le garanzie bancarie flottanti*, Torino, 1999, p. 116 ove il rilievo che la presenza di determinati beni nella immediata sfera giuridica del datore di garanzia non presuppone necessariamente la proprietà degli stessi in capo al costituente, ma può dipendere da rapporti di vario genere, come avviene nel caso di macchinari presi in affitto o in comodato, o di materie prime ricevute in deposito da

3. Il nuovo regolamento del pegno introdotto dall'art. 1 della l. n. 119 del 2016 non si limita a lasciare alla disponibilità del debitore il bene assoggettato a vincolo. In aggiunta esso configura la naturale rotatività della garanzia; valorizza l'autonomia privata, cui dà grande spazio nella definizione del regolamento contrattuale che la contempla²⁸; infine, declina la sua escussione nelle forme, non più guardate con sospetto, dell'autotutela²⁹.

Le linee lungo le quali l'impianto legislativo si dipana intercettano le istanze che le profonde trasformazioni del sistema economico e degli scambi avevano generato, nella sostanza accogliendo gli *imput* e i suggerimenti provenienti dal formante dottrinale e giurisprudenziale.

Ne è seguito un giudizio generalmente positivo da parte dei primi commentatori che, tuttavia, non hanno mancato di evidenziare i molti aspetti per i quali la disciplina appare ambigua o lacunosa³⁰.

terzi per essere custodite o sottoposte a processi di lavorazione per conto del proprietario.

²⁸ Mentre, infatti, la elaborazione di figure atipiche di garanzia da parte dei privati ha sempre incontrato resistenze (sul punto v. *retro* nota 21), una volta delineata la cornice normativa del nuovo modello ai privati è lasciata ampia libertà nel dettarne il regolamento, consentendo loro, per esempio, la deroga al regime di rotatività, la facoltà di stabilire la garanzia su beni futuri, la previsione della facoltà di locare il bene impegnato.

²⁹ È noto come nel nostro ordinamento il divieto di farsi giustizia da sé per le esigenze fondamentali di ordine pubblico che ne sono alla base abbia fortemente limitato le ipotesi di privata tutela. In argomento v. per tutti E. BETTI, *Autotutela (dir.priv.)*, in *Enc.dir.*, IV, Milano, 1959, p. 529 e L. BIGLIAZZI GERI, *Profilsistematici dell'autotutela privata*, I, *Introduzione*, Milano, 1971. Per le sollecitazioni a rafforzare i poteri del creditore nel processo esecutivo v. G. BONGIORNO, *Profili sistemati e prospettive dell'esecuzione forzata in autotutela*, in *Processo e tecniche di attuazione dei diritti*, a cura di S. Mazzamuto, Napoli, 1989, p. 741; M. MAZZA, *Tutela giudiziaria del creditore e procedure di autotutela esecutiva. Spunti comparatistici*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, p. 472.

³⁰ Fra i molti commenti v. R. BROGI, *D.L.59/2016: prime annotazioni sul pegno mobiliare non possessorio*, in www.quotidianogiuridico.it, 6 maggio 2016; S. AMBROSINI, *Il pegno non possessorio ex lege n. 119/2016*, in www.ilcaso.it, 3 ottobre 2016; G. PETRELLI, *Pegno non possessorio nei finanziamenti alle imprese*, in www.gaetanopetrelli.it; F. LAMANNA, *"Decreto banche": iper-tutela del credito e ritocchi telematici alla legge fallimentare*, Milano, 2016. F. DI MAIO, *Pegno mobiliare non possessorio*, in www.giustiziacivile.com, 6 maggio 2016. F. MURINO, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2017, pp. 231 ss.

Dubbi sono sorti già rispetto al perimetro applicativo della norma. L'art. 1, comma 1°, riserva la disciplina del pegno non possessorio agli imprenditori iscritti nel registro delle imprese. A séguito della modifica introdotta dalla legge di conversione, si è previsto che questi ultimi possano costituire il pegno anche a garanzia di un credito concesso ad un terzo, per il quale, tuttavia, la norma non torna a richiedere l'iscrizione nel registro delle imprese, sollevando per ciò dubbi sulla stessa necessità del requisito. Infatti, non sembrano esservi ragioni ostative per ammettere che, salva l'inerenza del credito all'esercizio dell'impresa, il pegno possa essere costituito anche per assicurare l'adempimento da parte di un imprenditore persona fisica non iscritto nel registro (o, come pure è stato osservato, di una società di fatto)³¹.

Del pari, nulla è detto dall'art. 1, comma 1, riguardo alla qualità soggettiva del creditore beneficiario della garanzia. La conclusione che costui possa anche non rivestire i panni dell'impresa bancaria, o comunque di un intermediario autorizzato alla concessione del credito, è quella cui perviene la dottrina maggioritaria³², ma probabilmente va oltre la *voluntas legis* dichiaratamente rivolta ad approntare strumenti di accelerazione del recupero dei crediti da parte degli operatori bancari e finanziari. Tanto più che non è dato di operare un distinguo tra creditori finanziatori e creditori per ragioni diverse, per esempio derivanti da contratti di fornitura. Secondo il comma 5 dell'art. 1, l'unica eccezione al criterio dell'antiorità dell'iscrizione del pegno nel registro è rappresentata dall'ipotesi del finanziatore dell'acquisto di un bene destinato all'esercizio dell'impresa. Ne segue che il creditore finanziatore e il creditore fornitore sono sullo stesso piano,

³¹ In tal senso F. MURINO, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, cit., p. 239; G. PETRELLI, *Pegno non possessorio nei finanziamenti alle imprese*, cit., par. 1; F. LAMANNA, "Decreto banche": *iper-tutela del credito e ritocchi telematici alla legge fallimentare*, cit., p. 16.

³² In questa direzione v. S. AMBROSINI, *Il pegno non possessorio ex lege* n. 119/2016, cit.; F. MURINO, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, cit., p. 239, ove nell'ammettere che la garanzia possa essere utilizzata anche nelle operazioni di finanziamento non bancario, si ricorda quanto già accaduto, in applicazione della l. n. 122 del 2001, per il Parmigiano Reggiano allorché una società cooperativa provvide all'emissione di *minibond* per sei milioni di euro ottenendo come *collateral* le forme di formaggio.

mentre le ragioni di entrambi cedono dinanzi a quelle di chi abbia finanziato l'acquisto di un bene specifico.

Per comprendere il fondamento della previsione, fortemente criticata da una parte della dottrina³³, occorre fermarsi sul suo contenuto. La norma stabilisce che «il pegno non possessorio, anche se anteriormente costituito ed iscritto, non è opponibile a chi abbia finanziato l'acquisto di un bene determinato che sia destinato all'esercizio dell'impresa e sia garantito da riserva della proprietà sul bene medesimo o da un pegno anche non possessorio successivo, a condizione che il pegno non possessorio sia iscritto nel registro in conformità al comma 6 e che al momento della sua iscrizione il creditore ne informi i titolari di pegno non possessorio iscritto anteriormente». Ebbene, vi è un presupposto inespresso senza il quale la disposizione appare, per vero, poco comprensibile: il pegno destinato ad essere preferito a favore di quello successivamente costituito non può che essere un pegno su bene futuro, perché non sarebbe possibile per il creditore costituire una garanzia su bene che essendo oggetto di riserva di proprietà non appartiene (ancora) al debitore³⁴. Dunque, la norma regola il conflitto tra il titolare di pegno su cosa futura e il proprietario della cosa il cui acquisto sia stato finanziato con la riserva di dominio, facendo prevalere l'interesse di quest'ultimo anche quando il patto *ex art.* 1524 c.c. non abbia data certa anteriore all'iscrizione della garanzia. Del pari, se il conflitto viene ad essere con il creditore che ha iscritto successivamente il

³³ La non agevole lettura del comma 5 è sottolineata da G. PETRELLI, *o.u.c.*, secondo il quale affinché la previsione «conservi una certa *ragionevolezza*, deve ritenersi che il principio di priorità sia derogato soltanto nel *caso in cui il successivo creditore*, al momento in cui è stato formalizzato l'atto di costituzione del secondo pegno non possessorio, *non conosca o non sia in grado di conoscere l'esistenza di un pegno anteriore su quel dato bene* (con applicazione del principio di buona fede)». Il che, secondo l'a. «può avvenire quando la relativa iscrizione non è, in quel momento ancora avvenuta; ovvero quando la *prima iscrizione riporti una "descrizione" generica diversa dalla "specifica individuazione"* idonea ad identificare con precisione il bene. Diversamente, la norma premierebbe chi proceda all'iscrizione nella consapevolezza di ledere un diritto altrui, oltretutto oggetto di una precedente iscrizione» (corsivo dell'a.). Critico sull'opportunità della deroga M. ZANOTELLI, *Beni mobili e immateriali: pegno non possessorio "a tutto campo"*, in Guida Normativa-II Sole 24 Ore, 13 luglio 2016, p. 3.

³⁴ In questo senso sembra l'analisi del comma da parte di F. MURINO, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, cit., p. 268 s.

pegno su bene del quale ha finanziato l'acquisto, non può che riguardare chi ha costituito in pegno un bene futuro. La portata dell'eccezione di cui al comma 5 dell'art. 1 non è tale, dunque, da minare il sistema della nuova garanzia, come da qualcuno paventato³⁵, ma certamente disincentiverà la costituzione di pegno su beni futuri soprattutto su quelli, come i macchinari dell'azienda, più spesso oggetto di acquisto attraverso la vendita a rate con riserva di proprietà.

Sul fronte dell'ambito oggettivo di applicazione della normativa le (condivisibili) critiche della dottrina si incentrano sul difetto di coordinamento tra l'art. 1 e la disciplina dei diritti di garanzia sui titoli di proprietà industriale (artt. 138 e 140 del c.p.i.).

Se, infatti, la disposizione del secondo comma è chiara nell'indicare i beni suscettibili di costituire oggetto della garanzia, ricomprendendo tra questi i beni immateriali, null'altro aggiunge al riguardo. Nel silenzio del legislatore ci si è chiesto se il pegno avente ad oggetto marchi e brevetti resti regolato dal sistema pubblicitario previsto dai richiamati articoli del d.lgs. 10 febbraio 2005, n. 30 sì che nel concorso di più diritti di garanzia il grado è determinato dall'ordine delle trascrizioni di cui al registro tenuto presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi³⁶ o se, invece, l'esistenza concorrente di

³⁵ M. ZANOTELLI, *Beni mobili e immateriali: pegno non possessorio "a tutto campo"*, cit., p. 3.

³⁶ In questo senso v. F. MURINO, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, cit., pp. 244 s., per il quale la nuova disciplina «non interferisce con il registro tenuto dall'U.I.B.M.» per quanto riguarda i titoli di proprietà industriale, mentre potrebbe applicarsi ai diritti non titolati, come i marchi di fatto, «così superandosi l'inconveniente, rimarcato in dottrina, della penalizzazione subita da tali diritti non titolati quando li si voglia utilizzare come garanzia». Alla stessa conclusione potrebbe pervenirsi, secondo l'a., per quanto riguarda i diritti di proprietà intellettuale, rispetto ai quali, del pari, non esiste un registro concorrente, fatto salvo per le opere cinematografiche destinate alla proiezione nelle sale per le quali vi è il pubblico registro tenuto dalla S.I.A.E. Per queste ultime, quindi, si porrebbe, negli stessi termini in cui si pone per i diritti di proprietà industriale, un problema di coordinamento tra le discipline che regolano la pubblicità della garanzia. Sul tema v. M. MAGGIOLO, *Le garanzie del credito cinematografico*, in *AIDA-Annali italiani del diritto d'autore, della cultura e dello spettacolo*, XVIII, Milano, 2010, pp. 148 ss. Sul punto v. pure M. ZANOTELLI, *Beni mobili e immateriali: pegno non possessorio "a tutto campo"*, cit., p. 4 s., il quale reputa che l'esclusione dei beni mobili registrati dal novero di quelli suscettibili di costituire oggetto della garanzia dovrebbe indurre ad escludere, del pari, i beni immateriali

altri registri pubblici in cui «il diritto comune prescrive la trascrizione o l'iscrizione di atti costitutivi di diritti di pegno non osta all'iscrizione della garanzia nel registro dei pegni non possessori ed alla applicazione della disciplina speciale, che in quanto tale prevale»³⁷. Il pegno sarebbe in questo caso soggetto al regime di opponibilità previsto dall'art. 1, comma 4, con tendenziale prevalenza rispetto alle risultanze di altri registri³⁸.

Invero, il difetto di coordinamento suggerisce il ricorso ai normali criteri di risoluzione del conflitto tra norme per cui la nuova legge potrebbe considerarsi prevalente sia perché *lex specialis*, disciplinando l'ipotesi dell'assoggettamento di un diritto di proprietà industriale a garanzia di un credito inerente l'attività di impresa, sia perché nel concorso con la legge che regola i diritti di proprietà industriale, si pone come successiva nel tempo.

Il secondo comma dell'art. 1 attribuisce al pegno il carattere della rotatività ammettendone l'estensione alle trasformazioni economiche del bene originariamente oggetto del vincolo, attraverso il rodato meccanismo della surrogazione reale e senza che ciò comporti costituzione di una nuova garanzia.

La disposizione sancisce la naturale rotatività del pegno non possessorio, considerata una prerogativa *in re ipsa* della garanzia per la cui esclusione si richiede la manifestazione di una contraria volontà delle parti.

Dunque, il legislatore va ben oltre il riconoscimento dell'ammissibilità della clausola di rotatività cui la giurisprudenza era giunta, alla fine del vecchio millennio³⁹, sulla spinta dell'ampio

registrati e tuttavia la loro esplicita previsione non potrebbe spiegarsi altrimenti che nel senso di una deroga, almeno di non volerla riferire ai soli beni immateriali non registrati, a dire dell'a., scarsamente rilevanti.

³⁷ Così G. PETRELLI, *Pegno non possessorio nei finanziamenti alle imprese*, cit., par. 1.

³⁸ Cfr. G. PETRELLI, *o.u.l.c.*

³⁹ V. Cass., 28 maggio 1998, n. 5264, per esteso su numerose riviste di diritto civile e commerciale tra le quali *Corr. giur.*, 1998, p. 1320, con nota di D. PORRARO, *Pegno. Garanzia rotativa e revocatoria fallimentare nel sistema delle garanzie mobiliari*; in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, II, p. 491, con nota di A.M. AZZARO, *Il pegno «rotativo» arriva in Cassazione: ovvero «come la dottrina diventa giurisprudenza»*; in *Giust. civ.*, 1998, I, p. 2162, con nota di F. MAIMERI, *Pegno rotativo: la dottrina ispira la Cassazione. Prime osservazioni*. Nonchè Cass., 27

dibattito dottrinale sviluppatosi in materia⁴⁰ e nella scia delle leggi che nel settore finanziario avevano disciplinato il pegno su strumenti dematerializzati, ammettendone l'avvicendamento in conto a condizione che permanesse immutato il valore del vincolo⁴¹. La via era segnata: se il bene oggetto della garanzia non è rilevante nella sua individualità ma per la componente di valore, il giudizio sulla sua fungibilità non può che essere positivo, con la conseguenza di doversene ammettere la sostituibilità. Restava, tuttavia, da stabilire se il limite del valore economico da rispettare dovesse considerarsi con riferimento a quello che i beni avevano al momento della costituzione in pegno o alla data successiva della loro sostituzione.

Il nodo non sembra sciolto dal legislatore, residuando il dubbio in ordine a quale soluzione la norma abbia voluto accogliere: se quella di matrice giurisprudenziale del c.d. “valore originario” o quella opposta, seguita dalla dottrina, che individuava il termine del raffronto nei “beni originari”, ovvero sul valore dei beni al momento della loro sostituzione. A sostegno di tale ultima posizione si sottolineava che accedendosi al diverso criterio, per il quale conta l'indicazione del valore di mercato del bene all'atto di costituzione della garanzia, si

settembre 1999, n. 10685, in *Riv. not.*, 2002, II, p. 1464, con nota di F. GAZZONI, *Qualche dubbio sul pegno rotativo (in attesa di spiegazioni...)*; in *Giust. civ.*, 2000, I, p. 1459, con nota di A.M. CAROZZI, *Conferme e precisazioni sulla struttura del pegno rotativo*; in *Fallimento*, 2000, p. 775, con nota di D. FINARDI, *Efficacia reale del pegno rotativo: posizione consolidata della giurisprudenza*. Ed ancora: App. Milano, 4 luglio 2001, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, I, p. 693, con nota di S. LOVISATTI, *Osservazioni in tema di limiti del pegno rotativo*; infine la più recente Cass., 22 dicembre 2015, n. 25796, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, II, p. 413 ss, con nota di I. RAPISARDA, *La Cassazione torna ad occuparsi del c.d. pegno rotativo sui titoli di credito*.

⁴⁰ V. per tutti E. GABRIELLI, *Il pegno anomalo*, cit., pp. 181 ss. e nota 139 ove l'a. ricorda che l'espressione «pegno rotativo» gli è stata «gentilmente suggerita dai proff. Portale e Dolmetta»; ID., *Sulle garanzie rotative*, cit.; ID., “Pinocchio”, *il “Grillo parlante” e il problema del pegno rotativo: spiegazioni ... a richiesta (fra il serio e il faceto)*, in *Riv. not.*, 2002, p. 547 in risposta a F. GAZZONI, *Qualche dubbio sul pegno rotativo (in attesa di spiegazioni...)*, cit., nonché ID., *Il vestito dell'Imperatore (replica “ossessiva” sul pegno rotativo)*, ivi, 2002, p. 563. Cui adde S. PISCITELLO, *Le garanzie bancarie flottanti*, Torino, 1999. M. RESCIGNO, *Le garanzie rotative convenzionali: fattispecie e problemi di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I, pp. 1 ss.

⁴¹ V. retro, nota 17.

sarebbe privato il creditore della facoltà, riconosciutagli dall'ordinamento, di far suoi gli aumenti di valore (frutti o interessi del bene assoggettato a pegno). Peraltro, di là dall'esigenza di non pregiudicare la posizione del creditore pignoratizio, l'opzione interpretativa trova fondamento in una ragione di carattere sistematico: si osservava, al riguardo, che soltanto subordinando l'efficacia della rotatività al valore che il primo bene ha al momento della sostituzione può reputarsi adeguatamente tutelato l'interesse dei creditori chirografari a non vedere ridursi il patrimonio del datore della garanzia. Se, infatti, la rotatività fosse ammessa nei limiti del valore originario del pegno, si dovrebbe coerentemente consentire la sostituzione del bene che nel corso del rapporto garantito abbia subito un deprezzamento con altro di maggior valore (se pure nei limiti di quello originario del bene sostituito), con evidente pregiudizio dei creditori chirografari.

In ultima analisi l'alternativa è tra la diversa funzione da attribuire al patto di rotatività: se si vincola la sua efficacia al valore originario del bene allora la clausola assume una funzione prevalentemente conservativa, mantenendo inalterato nel tempo il valore del pegno⁴²; nel secondo caso, invece, il patto ha una connotazione speculativa, in quanto le sorti del pegno sono legate alle oscillazioni di valore del bene originariamente costituito in garanzia⁴³.

Orbene, l'art. 1 al comma 2 (terzo periodo) prevede che «Ove non sia diversamente disposto nel contratto, il debitore o il terzo concedente il pegno è autorizzato a trasformare o alienare, nel rispetto della loro destinazione economica, o comunque a disporre dei beni

⁴² Infatti, se il valore del bene subisce un decremento è possibile la sostituzione con beni di valore pari al limite originario, se il valore aumenta l'incremento non giova al creditore pignoratizio, restando l'effetto della sostituzione vincolato al valore originario del bene.

⁴³ In questo senso v. A.A. DOLMETTA, *Appunti sul pegno con clausola di rotatività*, Relazione al Convegno ITA «Dal pegno su strumenti finanziari al pegno di valore», Milano, 24 ottobre 2001, inedito, il cui contenuto è riportato da S. LOVISATTI, *Osservazioni in tema di limiti del pegno rotativo*, cit., p. 700 e, da ultimo, da G.BARILLA', *Alcune osservazioni a margine del recepimento legislativo del pegno non possessorio*, cit., p. 9. In generale sul problema v. U. MALVAGNA, *Sulle clausole di rotatività nel pegno: funzione «conservativa» del valore della garanzia e strutture decisionali delle sostituzioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, pp. 313 ss.

gravati da pegno. In tal caso il pegno si trasferisce, rispettivamente, al prodotto risultante dalla trasformazione, al corrispettivo della cessione del bene gravato o al bene sostitutivo acquistato con tale corrispettivo, senza che ciò comporti costituzione di una nuova garanzia».

Accolto il principio in base al quale il bene oggetto della garanzia non è rilevante per la sua individualità ma per il suo valore economico⁴⁴, il legislatore trascura di chiarire quale debba essere il parametro di riferimento per la valutazione di congruità del valore.

Un'indicazione può forse trarsi dal comma 7-ter ove, per l'ipotesi in cui il pegno si trasferisce sul corrispettivo ricavato dall'alienazione del bene, si prevede che l'ufficiale giudiziario possa ricercare, mediante esame delle scritture contabili ovvero a norma dell'art. 492-bis c.p.c., i crediti del datore della garanzia, «nei limiti della somma garantita ai sensi del comma 2».

Nel caso di trasferimento del pegno sul corrispettivo della vendita del bene il limite del valore è dato, dunque, da quello che questo aveva al momento in cui si è costituita la garanzia⁴⁵, sempre che lo stesso bene risulti in effetti indicato in contratto proprio attraverso il riferimento al suo valore. Quest'ultima forma di indicazione, tuttavia, stando al dettato del richiamato comma 2, costituisce soltanto una

⁴⁴ La teoria del pegno come diritto al valore ha origini antiche delle quali vi è traccia nel contributo di G.P. CHIRONI, *trattato dei privilegi, delle ipoteche e del pegno*, I, Torino, 1894, pp. 43 ss., spec. pp. 56 ss., ove si legge: «Nella garanzia reale, la cosa ha figura di oggetto, perché vi è contenuto il valore alienato; valore che viene indicato astrattamente, ed è ridotto in specie, quando, valendosi del diritto suo, il creditore farà scambiare la cosa con la moneta, che è il vero oggetto del rapporto». Individua il contenuto del diritto di pegno nella facoltà del creditore di vendere i beni del debitore e di soddisfarsi sul prezzo A. ROCCO, *Studi sulla teoria generale del fallimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1910, I, p. 690, per il quale «il diritto di pegno è il diritto al valore pecuniario della cosa» (corsivo dell'a.).

⁴⁵ In senso contrario G.B. BARILLA', *Alcune osservazioni a margine del recepimento legislativo del pegno non possessorio*, cit., p. 10, secondo il quale «con il nuovo istituto del pegno non possessorio, sia pure in maniera indiretta e non esplicita, il legislatore ha previsto un sottotipo di pegno su “beni originari”». Così pure S. AMBROSINI, *Il pegno non possessorio ex lege n. 119/2016*, cit., per il quale «la norma sulla rotatività non richiede che il “nuovo” bene oppegnorato abbia valore identico rispetto al precedente, in ciò discostandosi dall'approdo giurisprudenziale in materia».

delle modalità con le quali le parti hanno facoltà di determinare, o rendere determinabile, l'oggetto della garanzia⁴⁶.

In disparte la perplessità di attribuire al detto riferimento portata generale, tale cioè da fungere da parametro per valutare in ogni caso, anche in quello di trasformazione o sostituzione del bene, la congruità dell'operazione svolta, si deve constatare che resterebbero scoperte tutte le ipotesi in cui l'oggetto della garanzia non sia determinabile attraverso l'indicazione del suo valore, per essere stato diversamente determinato o soltanto "descritto", come pure è previsto dal comma 3.

Insomma, la delicatezza della questione certamente richiedeva ben altra puntualità di disciplina⁴⁷.

Con riferimento al trasferimento della garanzia sul corrispettivo della vendita del bene originariamente assoggettato a vincolo occorre un ulteriore rilievo, sotto altro profilo. La disposizione di cui al comma 7-ter sopra riportata prevede, come detto, che il creditore pignoratizio possa ricercare a mezzo di ufficiale giudiziario il corrispettivo della vendita del bene impegnato sul quale si è trasferita la garanzia.

È chiaro che ove la ricerca dia esito positivo il creditore non avrà alcuna difficoltà ad escutere la garanzia, ma è altresì evidente che una volta trasformato il bene in denaro il ritrovarlo nel patrimonio del debitore, in assenza di prescrizioni a ciò finalizzate, appare nulla più che una scommessa.

Viene da chiedersi in che cosa, a questo punto, la posizione del creditore titolare della garanzia si distinguerebbe da quella dei creditori chirografari⁴⁸. In altri termini: è sufficiente che dalle scritture contabili risulti che una somma di denaro è entrata nel patrimonio del debitore quale corrispettivo della vendita del bene impegnato perché il

⁴⁶ Per una migliore comprensione si trascrive la parte del secondo comma alla quale l'art. 7-ter fa rinvio: «I beni mobili possono essere esistenti o futuri, determinati o determinabili anche mediante riferimento a una o a più categorie merceologiche o a un valore complessivo».

⁴⁷ Di «deprimente qualità del testo legislativo» discorre E. GABRIELLI, *Una garanzia reale senza spossessamento*, cit., p. 1715.

⁴⁸ Riflette sulle diverse ragioni per le quali il pegno non possessorio di cui alla nuova disciplina «fatica a distinguersi qualitativamente dalla garanzia generica» R. DI RAIMO, *Appunti sulla circolazione con scopo di garanzia nel diritto attuale*, cit., p. 6.

creditore possa far valere la prelazione acquisita con l'iscrizione del pegno?

Se così fosse, la naturale fungibilità del denaro non impedirebbe alla ragione di preferenza di operare, fermo restando che anch'essa sarebbe vanificata laddove, all'atto dell'escussione, il patrimonio del debitore fosse privo di liquidità residua.

Il rischio insito nella «genericità dei nessi identificativi del rapporto»⁴⁹, già evidenziato dalla dottrina, fa emergere la necessità di correttivi. Al riguardo, non sembra azzardato immaginare meccanismi di segregazione patrimoniale che, in diverso contesto, caratterizzato da analoghe esigenze, ha portato a prescrivere la costituzione di un conto dedicato⁵⁰. Al datore della garanzia potrebbe farsi carico di accendere un conto corrente il cui saldo dovrebbe coprire, al momento del venire a scadenza delle obbligazioni garantite da pegno sul bene alienato, il valore del corrispettivo riscosso. Un simile meccanismo consentirebbe all'imprenditore di utilizzare le proprie risorse evitandogli immobilizzazioni antieconomiche, al tempo stesso assicurerebbe al titolare del pegno la soddisfazione del credito.

Viceversa non sarebbe egualmente coerente con la nuova figura imporre al concedente la costituzione di un libretto vincolato al creditore pignoratizio; per tale via, infatti, risulterebbe frustrata la *ratio* stessa della rotatività della garanzia, poiché al debitore verrebbe impedito qualunque utilizzo della somma di denaro ricavata dalla vendita del bene impegnato.

L'aver costruito la garanzia alla stregua di una garanzia rotativa avrebbe dovuto suggerire al legislatore di delineare esso stesso i detti accorgimenti, ma l'impressione è che si sia voluto dettare soltanto le linee essenziali della disciplina, intendendosi lasciare al datore del pegno e al creditore garantito la libertà di conformarla alle loro

⁴⁹ R. DI RAIMO, *o.u.l.c.*

⁵⁰ Ne è stato fatto obbligo, come noto, ai notai con le modifiche introdotte nel 2017 alla legge di stabilità del 2013. Nella specie la tecnica del patrimonio separato è utilizzata proprio per rafforzare il vincolo di destinazione impresso su un bene consistente in una somma di denaro in vista della realizzazione delle finalità prefissate (v. art. 1, commi da 63 a 67, l. 27 dicembre 2013, nel testo novellato dall'art. 1, comma 142, l. 4 agosto 2017, n. 124).

concrete esigenze⁵¹. Il risultato è che il pegno senza spossessamento ha sì oggi fonte legale ma potrà trovare soltanto nel titolo, di matrice negoziale, il regolamento in grado di renderlo efficiente.

⁵¹ Cfr. F. DI MAIO, *Pegno mobiliare non possessorio*, cit., per il quale: «La scommessa del legislatore è nell'utilizzo intelligente delle opportunità contrattuali. La nuova figura anche per la condivisibilità di questa prospettiva (le attese del legislatore verso le condotte degli operatori economici a cui si offrono opportunità sono di solito ben riposte), merita un giudizio positivo».

La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?

1. Introduzione: l'equity-based crowdfunding in Italia e piano del lavoro.

Per *equity-based crowdfunding* in Italia, pur in assenza di una definizione ufficiale, s'intende la facilitazione della raccolta di capitale di rischio (*equity*) di certe categorie di imprese effettuata da parte di portali *online*, gestiti da intermediari tradizionali autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento o da nuovi intermediari specializzati ("gestori di portali per la raccolta di capitali" iscritti nella sezione ordinaria di un apposito registro tenuto da Consob).

La relativa disciplina è stata introdotta nel nostro ordinamento (attraverso l'inserimento, tra l'altro, del capo III-*quater* e dell'art. 50-*bis* nel t.u.f.) dall'art. 30 d.L. n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. Decreto "Crescita *bis*", convertito con L. 212/2012) ma ha subito nel tempo numerose revisioni (almeno cinque interventi legislativi di modifica e due a livello di normativa secondaria), delle quale l'ultima, riguardante il regolamento attuativo, apportata dalla delibera Consob del 29 novembre 2017, n. 20204. Tuttavia, poco prima che la nuova disciplina italiana secondaria venisse pubblicata, la Commissione Europea ha annunciato l'intenzione di assumere iniziative legislative a livello europeo proprio con riferimento al *crowdfunding* (sia *equity* che *lending-based*), presentando un "*Inception Impact Assessment*", cioè uno studio di impatto finalizzato alla futura adozione di una "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*" (30 ottobre 2017)¹.

Nel presente lavoro, dopo una breve ricostruzione dell'evoluzione normativa della materia in questione, si analizzerà la disciplina vigente con particolare attenzione alla rilevanza delle ultime

¹ EUROPEAN COMMISSION, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance - Inception Impact Assessment*, (30 October 2017), http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649_en.

modifiche e, infine, si discuteranno le prospettive aperte dalla possibilità di avere a breve una qualche forma di regolazione del settore a livello europeo².

2. Una veloce panoramica sulle modifiche succedutesi nel tempo.

Il Decreto Crescita *bis* ha introdotto la possibilità per le *start-up* innovative ad alto valore tecnologico³ di offrire le proprie azioni e quote rappresentative di capitale al pubblico attraverso portali online gestiti da banche ed imprese di investimento o da nuovi intermediari (“gestori di portali di raccolta di capitali online”) soggetti a specifica regolazione. La ristrettezza della categoria di imprese ammesse ad offrire le loro quote attraverso portali, insieme alla severità della disciplina, ha contribuito a sancire l’insuccesso pratico della riforma⁴:

² Per una più completa ed approfondita analisi della vigente disciplina, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO, Sub art. 50-*quiquies t.u.f.*, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Giappichelli, Torino, in corso di pubblicazione.

³ In base all’art. 25, comma 2, Decreto Crescita *bis* per *start-up* innovative s’intendono le società di capitali, anche in forma cooperativa, o *societas europea* con sede in Italia (o altro Stato membro ma una sede produttiva o filiale in Italia), aventi azioni o quote non quotate su mercati regolamentati né negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (di seguito, SMN) e determinate caratteristiche volte ad individuare un’impresa giovane (meno di 48 mesi – dal 2015 aumentati a 60 –, controllata dai fondatori e non frutto di operazioni straordinarie di imprese già esistenti), in fase ancora di sviluppo (valore della produzione annua dal secondo anno inferiore a €5 milioni e non ancora distributrice utili), tecnologica (il cui oggetto sociale prevalente consista nello sviluppo, la «produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico» ed innovativa (con almeno il 15% del maggiore tra fatturato e costi annui ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo oppure forza lavoro/soci ricercatori/laureati - almeno 1/3 della forza lavoro composta da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori oppure per almeno 2/3 da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale - o private industriali).

⁴ Per critiche all’impianto normativo in materia, cfr. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in AA.VV., *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Atti del convegno Crowdfuture 2013, disponibile su slideshare; PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; NIGRO, SANTORO, *The Quest for Innovative Entrepreneurship*; SANTORO e TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovative*, in *Riv. dir. banc.*, 24, 2014, 10; D’IPPOLITO, MUSITELLI, SCIARRONE ALIBRANDI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *European Company Law* 2016, 13, 1, 5; MACCHIAVELLO, *Peer-to-*

infatti, a maggio 2015, risultavano iscritte nell'apposita sezione del registro delle imprese solo 3.883 start-up innovative (delle quali solo 18, cioè lo 0,46%, hanno fatto ricorso all'*equity crowdfunding*) e al 31 marzo 2015 risultavano raccolti solo €1.307.780 attraverso tre portali (che, dei sei che risultavano operativi, hanno pubblicato offerte concluse con successo, su un numero complessivo di 15 iscritti nel registro)⁵.

La prima modifica è stata apportata dall'art. 4 del Decreto legge "Crescita 3.0" o *Investment Compact* n. 3/2015 del 24 gennaio 2015 (convertito con L. 33/2015) che ha appunto incluso nel novero dei possibili emittenti anche le PMI innovative⁶ e gli organismi di investimento collettivo del risparmio o le altre società di capitali (OICR e SICAV) che investono prevalentemente in start-up innovative ed in PMI innovative⁷.

L'art. 1, comma 70, della legge di bilancio 2017 (n. 232 dell'11 dicembre 2016), secondo quanto meglio precisato dall'art. 57 del

peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, 2, 221, in particolare pp. 262, 287-288; Id., *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca, impresa e società* 2016, 2, 283, in particolare pp. 302-303.

⁵ Cfr. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, (settembre 2015), 98.

⁶ Ai sensi dell'art. 4, comma 1, d.L. 3/2015, per PMI innovative s'intendono le società di capitali anche in forma cooperativa con sede in Italia (o altro Stato membro ma almeno una sede produttiva o filiale in Italia), non iscritte nel registro delle start-up innovative, con ultimo bilancio certificato, meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a €50 milioni o un bilancio inferiore a €43 milioni (cfr. Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361), azioni non quotate in mercati regolamentati, carattere innovativo cioè che rispetti almeno due dei seguenti tre requisiti: un certo livello di spesa in sviluppo e ricerca (3% della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione), impiego di ricercatori/laureati (dottori di ricerca o ricercatori per 1/5 della forza lavoro complessiva oppure laureati magistrali per 1/3) o private industriali.

⁷ Cioè OICR che detengono azioni o quote di start-up e PMI innovative di valore almeno pari al 70% del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio (art. 1, comma 2, lettere e) e f) del D.M. 30 gennaio 2014).

Decreto “Correttivo” (D.L. 24 aprile 2017, n. 50), ha invece esteso la categoria di possibili emittenti a tutte le PMI, le quali erano da identificarsi a quel tempo sulla base della Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361 (imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a €50 milioni o un bilancio inferiore a €43 milioni).

Il Decreto Legislativo 3 luglio 2017, n. 112 di revisione della disciplina in materia di impresa sociale ha esteso la disciplina sulla raccolta di capitali online anche alle imprese sociali, quando costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa (limitazione conseguente alla tipologia di partecipazioni offribili attraverso portali)⁸.

Il Decreto Legislativo del 3 agosto 2017 n. 129 di recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)⁹ ha adattato la disciplina del *crowdfunding* proprio alle nuove disposizioni della MiFID II (imponendo ai gestori della sezione ordinaria l’adesione ad un sistema di indennizzo o la stipula di un’assicurazione professionale, introducendo in capo alla Consob un potere di convocazione di amministratori, sindaci e personale dei gestori, delegando alla Consob la disciplina in materia di *whistleblowing* e abusi di mercato anche con riferimento ai portali) e del Regolamento Prospetto (cambiando la definizione di PMI) o comunque apportato correttivi (espressamente

⁸ Cfr. art. 1, comma 5-*duodecies*, t.u.f. In base all’art. 1, comma 1, d.lgs. 122/2017, per imprese sociali s’intendono tutti gli «enti privati, inclusi quelli costituiti nelle forme di cui al libro V del codice civile, che, [...] esercitano in via stabile e principale un’attività d’impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività», nel rispetto delle altre disposizioni contenute nel d.lgs. 122/2017 (tra cui limiti alla distribuzione di utili e redazione di un bilancio sociale). Sono però escluse dalla qualifica di impresa sociale «le società costituite da un unico socio persona fisica, le amministrazioni pubbliche di cui all’articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, e successive modificazioni, e gli enti i cui atti costitutivi limitino, anche indirettamente, l’erogazione dei beni e dei servizi in favore dei soli soci o associati» (comma2; le cooperative sociali e i consorzi di cui alla legge 8 novembre 1991, n. 381, acquisiscono di diritto la qualifica di imprese sociali - comma 3).

⁹ Per le prime analisi sulla MiFID II, cfr. TROIANO e MOTRONI (a cura di), *La MiFID II*, Padova, 2016; BUSCH e FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017.

estendendo il meccanismo alternativo di trasferimento delle quote *ex art. 100-ter*, comma 2-*bis* ss., t.u.f. alle PMI in forma di s.r.l.) (v. *infra*).

La normativa secondaria rappresentata dal regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line è stata invece modificata, una prima volta, con la delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016 al fine di riconoscere la possibilità per i gestori dei portali (non di diritto) di compiere direttamente le verifiche in materia di appropriatezza, di ampliare la categoria degli investitori tenuti a sottoscrivere almeno il 5% dell'offerta e di migliorare la separatezza dei fondi (v. *infra* §3)¹⁰.

La modifica apportata al medesimo regolamento nel novembre 2017 è stata invece attuata con la delibera Consob n. 20204/2017 e ha avuto l'obiettivo di recepire i summenzionati plurimi mutamenti della normativa primaria (v. subito *infra* §3).

3. *Disciplina attualmente vigente e aspetti più rilevanti del nuovo regolamento Consob (versione adottata nel novembre 2017).*

3.1. *Introduzione. Aspetti generali (deroghe, possibili offerenti e gestori di portali) e l'esenzione ex art. 3 MiFID II*

L'attuale disciplina permette alle piccole e medie imprese (di seguito, PMI)¹¹ ed alle imprese sociali, in entrambi i casi solo se in

¹⁰ Sulla modifica del regolamento Consob, cfr. FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2016, 6, 33; MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit.; PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'"equity based crowdfunding"*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2016, 3, 559.

¹¹ In base al nuovo art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f. (come modificato dal d.lgs. 129/2017 di recepimento della MiFID II), per la definizione di piccole e medie imprese si deve ora fare riferimento all'articolo 2, paragrafo 1, lett. f), primo alinea, del Regolamento Prospetto (UE) 2017/1129, il quale identifica le stesse nelle «società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR». Il d.lgs. 129/2017 modifica anche l'indicazione "PMI" nella forma estesa "piccole e medie imprese" per distinguerle dalle PMI quotate definite dall'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*), t.u.f., fatto salvo quanto previsto da altre disposizioni di legge, come gli

forma di società di capitali o società cooperative (oltre che agli OICR che investano primariamente in PMI e imprese sociali), di offrire al pubblico in sottoscrizione o vendita le proprie azioni e quote rappresentative di capitale¹² attraverso portali online gestiti da banche, imprese di investimento o SGR o da nuovi operatori (“gestori di portali per la raccolta di capitali”) al ricorrere di certe condizioni, incluso che il corrispettivo globale dell’offerta non sia superiore a €5 milioni (soglia generale di esenzione dall’obbligo di prospetto delle offerte di prodotti finanziari in Italia) e parte dell’offerta sia sottoscritta da investitori professionali (come condizione di perfezionamento, al fine di “rassicurare” gli investitori *retail* sull’affidabilità dell’offerta con un allineamento di interessi tra investitori in grado di effettuare gli opportuni controlli e piccoli investitori).

La disciplina in questione ha, per lo più solo implicitamente, realizzato le seguenti rilevanti operazioni (affatto scontate): ricondotto l’attività dei portali di *equity crowdfunding* (non definita ma nella prassi consistente prevalentemente nella selezione degli offerenti presenti sulla piattaforma, talvolta anche nel supporto alla redazione del *business plan* di questi, pubblicazione dei relativi profili e progetti e messa in contatto di investitori ed imprese, messa a disposizione di modelli standard di contratto tra le parti, ricezione di ordini e, infine, gestione delle relazioni delle parti dopo la conclusione del contratto su mandato delle stesse) principalmente al servizio di ricezione e trasmissione di ordini, che costituisce attività riservata alle banche ed imprese di investimento se avente ad oggetto strumenti finanziari (quindi, ad esempio, azioni, ma non quote di s.r.l.); conseguentemente, esentato la nuova categoria dei gestori di portali (non “di diritto”) dalla disciplina MiFID ai sensi dell’art. 3 della Direttiva stessa (sul quale cfr. subito *infra*); limitato le offerte di *equity crowdfunding* entro i €5 milioni (con riferimento al corrispettivo globale di singole offerte) e quindi automaticamente ricondotto la fattispecie entro una

«emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all’ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro».

¹² Cfr. art. 2, comma 1, lett. h) Regol. Consob n. 18592/2013 sulla definizione di “strumenti finanziari” («le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali»).

delle esenzioni dall'obbligo di Prospetto per gli emittenti e offerenti coinvolti; esentato sia emittenti che intermediari dalla disciplina nazionale in materia di offerta a distanza (art. 32 t.u.f.) che richiederebbe, a seconda dei casi, la natura di impresa di investimento o intermediario *ex art.* 106 t.u.b. in capo all'emittente o intermediario ed il rispetto delle regole di condotta in materia di servizi di investimento.

Come si è anticipato, la creazione di intermediari speciali svolgenti il servizio di ricezione e trasmissione di ordini anche su strumenti finanziari in regime di esenzione dalla MiFID è stata resa possibile ricorrendo all'art. 3 MiFID che permette appunto di esentare gli intermediari, soggetti però conseguentemente ad un regime nazionale, che svolgano i servizi di ricezione e trasmissione di ordini o di consulenza su valori mobiliari o quote di OICR e siano autorizzati a trasmettere gli ordini solo a determinate imprese autorizzate). Il paragrafo 2 dell'art. 3 MiFID, introdotto dalla MiFID II, impone ora agli Stati Membri di sottoporre gli intermediari che operino in regime di esenzione ad una disciplina nazionale sostitutiva che preveda «requisiti almeno analoghi» a quelli stabiliti dalla MiFID II per le imprese d'investimento con riferimento a determinati aspetti. In particolare, i requisiti simili devono attenersi al procedimento di autorizzazione e registrazione, ai requisiti degli amministratori e degli azionisti qualificati, alla vigilanza continua, alle misure organizzative e procedurali per prevenire i conflitti di interesse, alle regole di condotta, inclusi i doveri di agire in modo onesto, corretto, professionale e nel miglior interesse del cliente e di fornire informazioni corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive ai clienti (specialmente su determinati aspetti), la necessità di condurre un test di adeguatezza in presenza del servizio di consulenza, oltre che regole sulle remunerazioni, sistemi di garanzia e protezione degli investitori o assicurazione professionale. Non sono stati quindi giustamente inclusi in tale lista i requisiti di adeguatezza patrimoniale (dai quali è lo stesso *CRR* a permettere l'esenzione degli intermediari svolgenti certi servizi – tra i quali ricezione/trasmissione e consulenza – quando non detengano denaro o strumenti finanziari dei clienti) né di *governance* (a proposito dei quali già sono stati avanzati dubbi in merito all'opportunità di estendere le regole previste per le banche

rilevanti alle imprese di investimento, senza distinzioni in base a tipi di attività e dimensioni)¹³.

La disciplina dell'*equity crowdfunding* è stata introdotta nel nostro ordinamento in un momento in cui la MiFID II non era ancora vigente, per cui molte delle modifiche apportate dalla normativa primaria e da quella secondaria, sopra sintetizzate e che si discuteranno nel prosieguo, sono state appunto giustificate dalla volontà di adeguare la disciplina italiana in questione a tali nuove disposizioni.

Come anticipato, i portali possono essere gestiti anche da intermediari tradizionali (banche, imprese di investimento e OICR). A tali gestori ("di diritto") si applicherà la normativa loro propria (ad esempio, per le banche, disciplina bancaria), a cui si sommano alcune norme speciali contenute nel t.u.f. e nel regolamento in materia di *crowdfunding*, ed in particolare, gli obblighi di monitoraggio del rispetto del limite massimo dell'offerta attraverso portali fissato dall'art. 100-ter, comma 1, t.u.f., della condizione di perfezionamento dell'offerta consistente nella sottoscrizione di una certa quota da parte di investitori professionali, di verifica che gli statuti societari degli offerenti riconoscano i diritti degli investitori *ex* artt. 24-25 regol. n. 18592/2013 (su questi aspetti, v. *infra*). Infine, essi devono rispettare, in aggiunta agli obblighi di condotta richiesti dalla disciplina generale loro applicabile (v. artt. 21 ss. regol. intermediari in materia di servizi di investimento), gli obblighi specifici di *disclosure* previsti dalla normativa sull'*equity crowdfunding* (come anche chiarito dalla Consob)¹⁴. I gestori di diritto, invece, al contrario dei gestori della sezione ordinaria, non avranno limiti di attività (cfr. *infra* § 3.4.) e per importi contenuti al di sotto di certe soglie minime di investimento non dovranno effettuare i controlli di appropriatezza con riferimento ai servizi riconducibili alla gestione dei portali (cfr. *infra* § 3.2).

¹³ Cfr. sul punto BINDER, Governance of Investment Firms Under MiFID II, in Busch e Ferrarini, cit., pp. 83 ss.

¹⁴ CONSOB, *Comunicazione n. 0066128 dell'1 agosto 2013 riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative*.

3.2. Soggetti autorizzati a gestire portali e procedimento di autorizzazione. Requisiti (modifica nel 2017 del massimale assicurativo).

I gestori dei portali possono essere intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento (c.d. gestori “di diritto”, iscritti in una sezione speciale dell’apposito registro tenuto dalla Consob)¹⁵ o nuovi operatori specializzati, i «gestori di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali» iscritti nella sezione ordinaria dell’omonimo registro tenuto dalla Consob. Tra i primi, oltre a banche ed imprese di investimento, figurano oggi anche i gestori di OICR (SGR, Sicav e Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, gestori di EuVECA e di EuSEF) limitatamente alle offerte di azioni e quote di OICR che investono prevalentemente in PMI ed imprese sociali¹⁶.

I nuovi intermediari specializzati devono invece presentare domanda di autorizzazione (prima del recepimento della MiFID II era invece una semplice registrazione) secondo lo schema allegato 1 al regol. Consob n. 18592/2013, insieme ad una relazione sull’attività d’impresa e sulla struttura organizzativa, redatta secondo le indicazioni contenute nell’allegato 2 al medesimo regolamento. Il procedimento è più semplificato e breve rispetto a quello per le SIM (ad esempio, sette giorni per il controllo di completezza contro dieci e sessanta giorni per decidere contro centoventi) ma lo ricalca. L’autorizzazione è negata in caso di verifica dell’incapacità di gestire correttamente il portale risultante dalla relazione¹⁷ e comunque

¹⁵ Cfr. art. 4, comma 2, regol. Consob n. 18592/2013.

¹⁶ A seguito del d.l. 3/2015, gli OICR erano stati inclusi tra i possibili offerenti/emittenti attraverso i portali online. Con il decreto 122/2017 in recepimento della MiFID II, l’indicazione degli stessi tra gli emittenti è stata rimossa ma i gestori di OICR sono stati invece inclusi tra i gestori “di diritto”, autorizzati a gestire portali per l’offerta di azioni e quote di OICR che investono prevalentemente in PMI e imprese sociali. Sarebbe stato comunque forse opportuno specificare che anche le quote di OICR possono essere offerte attraverso i portali in questione (sempre che siano gestiti da soggetti autorizzati quali SGR, Sicav, Sicav, gestori UE, ecc.).

¹⁷ Nella relazione devono anche essere indicate le modalità per la selezione delle offerte, eventuali attività a favore degli offerenti (consulenza e assistenza) o degli

concessa solo in presenza delle condizioni di cui all'art. 50-*quinqüies*, comma 3, t.u.f (art. 7, comma 5, Regol. Consob n. 18592/2013). Tra i requisiti per ottenere l'autorizzazione figurano la forma di società di capitali o società cooperativa (ma nessun capitale minimo, al contrario delle SIM), oggetto sociale coerente con l'esercizio professionale del servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali (che non deve costituire l'attività esclusiva potendo svolgere altre attività non riservate, mentre il portale di *equity crowdfunding* gestito deve essere dedicato esclusivamente a ciò) e sede in Italia (o per i soggetti comunitari, stabile organizzazione in Italia), onorabilità dei soci che detengono il controllo (o, in assenza, di chi detiene almeno il 20% del capitale) e onorabilità e professionalità di chi detiene funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Il venir meno dei requisiti di onorabilità degli esponenti dei gestori dei portali comporta la decadenza dall'autorizzazione, salvo la ricostituzione degli stessi entro due mesi (durante i quali le offerte devono essere sospese: cfr. art. 10, comma 2, Regol. Consob n. 18592/2013), mentre tale effetto automatico era tradizionalmente escluso con riferimento alle SIM¹⁸.

I requisiti di onorabilità e professionalità fissati per i gestori di portali sono assimilabili a quelli previsti per le SIM dal D.M. 468/1998 e risultano meno stringenti rispetto a quelli ora applicabili non solo alle banche ma anche agli istituti di pagamento, IMEL ed intermediari 106 t.u.b. (di conseguenza alle piattaforme di *peer-to-peer lending* che tendono ad assumere in Italia le forme giuridiche di IP o 106 t.u.b.). Infatti, lo schema di decreto Ministeriale contenente i

investitori (pubblicazione di report periodici sull'andamento degli offerenti, meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari ovvero di rilevazione dei prezzi delle transazioni, meccanismi per facilitare i flussi informativi tra offerenti ed investitori o tra gli investitori) e, qualora effettuati direttamente le verifiche di appropriatezza per tutti gli ordini, le procedure interne adottate a tal fine, la descrizione nel dettaglio, della struttura aziendale, le modalità per assicurare il rispetto degli obblighi di condotta ed informativi previsti dal regolamento, le modalità di ricezione e trasmissione degli ordini, la conservazione della documentazione, le politiche di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse, di prevenzione delle frodi e di tutela della privacy, eventuale *outsourcing*, specialmente se di funzioni essenziali (v. strategia di selezione delle offerte) e la struttura delle commissioni per i servizi.

¹⁸ Cfr. *ex multis* ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, p. 76.

nuovi requisiti degli esponenti aziendali in attuazione dell'art. 26 t.u.b. e 91 *CRD IV*¹⁹ prevede per questi ultimi non solo requisiti di professionalità, talvolta più severi²⁰, ma anche requisiti di correttezza e di indipendenza, oltre a, per i soli Presidente, amministratori con incarichi esecutivi, collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato di controllo, requisiti di competenza²¹. Tuttavia, i requisiti degli esponenti delle SIM saranno a breve oggetto di modifica, dal momento che il nuovo art. 13 t.u.f. (in attuazione della *CRD IV/MiFID II*), oltre ai requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza (graduati secondo principi di proporzionalità), impone requisiti di «competenza, coerenti con la carica da ricoprire e con le caratteristiche del soggetto abilitato, e di adeguata composizione dell'organo», di correttezza e limiti al cumulo di incarichi nel rispetto dei principi di proporzionalità e tenendo conto delle dimensioni dell'intermediario), da meglio definirsi con regolamento ministeriale, sentita la Banca d'Italia. Rientrando la materia tra i requisiti per i quali l'art. 3(2) *MiFID II* richiede l'equivalenza rispetto alle imprese di

¹⁹ Cfr. MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Schema di decreto ministeriale recante il regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositi, ai sensi degli articoli, 26, 110, comma 1-bis, 112, comma 2, 114-quinquies.3, comma 1-bis, 114-undecies, comma 1-bis, 96-bis.3, comma 3, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385*,

²⁰ Ad esempio, tra i requisiti di professionalità degli esponenti di IP, IMEL e 106 t.u.b. vi rientrano incarichi direttivi o di amministrazione e controllo per almeno un anno (contro i tre richiesti per le banche) in imprese del settore creditizio, finanziario e mobiliare o società quotate di grandi dimensioni, mentre nell'ambito della disciplina sull'*equity crowdfunding* i medesimi incarichi devono essere espletati per almeno due anni ma in qualunque impresa. La disciplina derivante dal t.u.b. impone requisiti più severi per gli amministratori con incarichi esecutivi e specialmente per direttori e Presidente mentre per le piattaforme tale inasprimento non esiste. Infine, per gli amministratori non esecutivi degli intermediari del t.u.b., le attività professionali rilevano solo se svolte nel settore creditizio, mobiliare, assicurativo e caratterizzate da complessità mentre nell'*equity crowdfunding* è assegnato un peso alle esperienze professionali anche se svolte nei settori industriali, informativo e tecnico-scientifico a elevato contenuto innovativo: cfr. art. 7 schema di decreto ministeriale e art. 9 regol. Consob 18592/2013.

²¹ IP, IMEL e 106 t.u.b. sono invece esentati, al contrario delle banche, dai requisiti di composizione collegiale, di disponibilità di tempo e di divieto di cumulo degli incarichi (cfr. art. 2, comma 3, schema di decreto ministeriale).

investimento per gli intermediari esentati, è presumibile che la Consob interverrà nuovamente sul regolamento per adeguarsi al futuro decreto Ministeriale (nel rispetto del principio di proporzionalità).

Un ultimo requisito, di tipo patrimoniale, introdotto nel t.u.f. in recepimento della MiFID II, consiste nell'adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in alternativa, nella stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela. La versione del regolamento Consob n. 18592/2013 messa in consultazione richiedeva quindi l'adesione ad uno dei sistemi di indennizzo dei risparmiatori riconosciuti ai sensi dell'art. 59 t.u.f. (adesione peraltro riservata agli intermediari che detengano o dispongano di strumenti o liquidità dei clienti, cosa invece vietata alle piattaforme di *crowdfunding*, e con massimale di €20.000) oppure l'adesione ad un'assicurazione di responsabilità professionale con massimale di almeno €100.000 per ciascuna richiesta di indennizzo e di almeno €2.500.000 all'anno per il totale delle richieste di indennizzo (art. 7-*bis*, commi 1 e 2, versione messa in consultazione). Quest'ultimo massimale corrispondeva alla metà di quella prevista dall'art. 4 del D.M. del 5 aprile 2012, n. 66 in materia di requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, mentre il massimale per singole richieste era pari ad un decimo di quello richiesto dal medesimo decreto n. 66/2012: tale differenza era giustificata dall'autorità sulla base del carattere meramente esecutivo del servizio in questione al contrario del servizio di consulenza e dalle dimensioni ancora contenute del mercato²². Tuttavia, la versione definitiva del regolamento adottata a novembre 2017 ha ulteriormente alleggerito tale requisito proprio per il carattere esecutivo del servizio delle piattaforme, recependo le istanze del settore sollevate nell'ambito della consultazione. L'art. 7-*bis* del regol. Consob richiede ora, in alternativa all'adesione al servizio di indennizzo, la stipula di un'assicurazione professionale con massimale di, per ciascuna richiesta di indennizzo, almeno €20.000 (quindi vicino al massimale dei sistemi di indennizzo). Invece, con riferimento all'importo totale delle richieste di indennizzo, il

²² CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line* - Documento di consultazione, (6 luglio 2017), p. 4.

regolamento differenzia tra i gestori che effettuano direttamente la verifica di appropriatezza, ai quali viene richiesto una massimale di almeno €1 milione all'anno, e chi ricorre al contrario agli intermediari autorizzati, richiedendosi in tal caso un massimale di almeno €500.000 all'anno. La delibera Consob del novembre 2017 concede sei mesi di proroga nel termine iniziale di applicazione della norma per concedere il tempo agli operatori di stipulare le polizze (art.2, delibera Consob 29 novembre 2017 n. 20204). Il nuovo regolamento, inoltre, specifica che il gestore di portali decadrà dall'autorizzazione al venir meno di tale requisito patrimoniale, salvo che non venga ricostituito entro due mesi e fermo il divieto di offerte in tale arco di tempo (art. 7, comma 3, regolamento 18592/2013, versione novembre 2017).

I gestori che abbiano ottenuto l'autorizzazione decadono dalla stessa in caso di mancato inizio dell'attività nel termine di sei mesi (contro i dodici delle SIM) o di successiva interruzione dell'attività per sei mesi (art. 11-*bis*, commi 1 e 2, Regol. Consob n. 18592/2013). La revoca dell'autorizzazione può avvenire, oltre che per decadenza, anche per perdita dei requisiti di iscrizione, per mancato pagamento del contributo di vigilanza, per adozione del provvedimento di radiazione (*ex art. 23, comma 1, lettera b)* regol. n. 18592/2013 sul quale cfr. *infra* § 3.3) e, in base alla nuova versione del regolamento, anche per il caso in cui «l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare» (art. 12, comma 1, lett. *a*), in linea con il nuovo art. 20-*bis*, comma 2, t.u.f. per le SIM) e la possibilità per i gestori di presentare istanza di revoca dell'autorizzazione (come ora previsto dall'art. 19, comma 4-*bis* t.u.f. per le SIM, in recepimento della MiFID II), sulla quale la Consob deciderà entro sessanta giorni (nuovi commi 4-6, art. 11-*bis* regol. 18592/13)²³.

²³ L'art. 12 regola poi la cancellazione dal registro che viene disposta «a) nel caso in cui l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; b) a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione; c) a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob; d) per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 23, comma 1, lettera b); d-*bis*) per effetto della decadenza dall'autorizzazione».

In conclusione, il procedimento autorizzativo ricalca quello delle SIM, ma, in considerazione delle modifiche apportate dal Decreto di attuazione della MiFID II e della conseguente bozza di revisione del regolamento Consob Intermediari²⁴ (e del regolamento delegato RTS C(2016)4417) a quest'ultimo, il primo appare più leggero e meno dettagliato, sia a livello di documentazione ed informazioni richieste che di per sé di requisiti (si vedano ad esempio, i nuovi requisiti previsti per gli esponenti aziendali, le procedure interne per garantire il rispetto degli obblighi di correttezza e trasparenza, remunerazioni del personale, requisiti di capitale, ecc.) e complesso (di qui anche i termini più lunghi).

3.3. Vigilanza della Consob sui gestori (rafforzamento dei poteri dell'autorità nel 2017)

I gestori di portali sono soggetti alla vigilanza della Consob. Essi sono tenuti, in primo luogo, a trasmettere comunicazioni all'autorità in occasione, oltre dell'inizio, interruzione e riavvio dell'attività, anche variazioni dello statuto sociale, cambi di controllo e di chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo (anche deleghe e poteri). In secondo luogo, devono inviare all'autorità una relazione annuale sulle attività e strutture organizzative, dati sull'operatività del portale, sui casi di discontinuità operativa, reclami scritti e misure prese (art. 21 regol. n. 18592/2013). La Consob può in ogni caso chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti ed effettuare ispezioni.

Il d.lgs. 129/2017 ha rafforzato la vigilanza della Consob, attribuendo all'autorità il potere di convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori (art. 50-*quinquies*, comma 6, t.u.f.). La versione del 2017 del regolamento Consob ha esteso i poteri di quest'ultima anche in campo cautelare, potendo la stessa adottare la misura cautelare di sospensione dell'attività del gestore (per non più di novanta giorni), in caso di necessità e urgenza e qualora «sussistano fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni

²⁴ CONSOB, *Modifiche al regolamento intermediari concernenti le procedure di autorizzazione delle SIM e l'ingresso in Italia delle imprese di investimento UE e la disciplina applicabile ai gestori in recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)*, Documento per la consultazione (31 luglio 2017).

di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob» (art. 22 regol. n. 18592/2013), quindi non più solo nei casi “estremi” che avrebbero determinato la cancellazione del registro²⁵. L'autorità dovrà comunque valutare «le modalità di attuazione della condotta illecita e la reiterazione della violazione», al fine di rendere la misura cautelare proporzionale alla gravità e ripetitività della condotta (cfr. la normativa SIM).

La sospensione dell'attività (da uno a quattro mesi) può essere disposta, *ex art.* 23 regol. 18592/13, anche come sanzione in caso di grave violazione delle regole di condotta (contenute nel titolo III, artt. 13-21 regol. n. 18592/2013). La radiazione dal registro può invece essere comminata, tra l'altro, in caso di svolgimento di attività in assenza delle condizioni di cui all'articolo 24, cioè qualora nello Statuto degli offerenti non siano previsti i diritti di recesso e di revoca per il caso di cambio di controllo, *tag along*, ed il dovere di pubblicizzare i patti parasociali o non sia stata raggiunta la soglia minima di sottoscrizione da parte di investitori professionali ovvero siano stati selezionati come offerenti società diverse dalle PMI o contraffatta la firma dell'investitore o siano stati violati anche temporaneamente il divieto di detenzione di denaro o strumenti finanziari di terzi e per «ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità»²⁶. Peraltro, la versione del 2017 del regolamento attribuisce maggior flessibilità ai poteri sanzionatori della Consob, potendo ora questa disporre, «tenuto conto delle circostanze e di ogni elemento disponibile», in luogo della sanzione prevista (sospensione o radiazione), la tipologia di sanzione immediatamente inferiore o superiore, ancora una volta allineandosi alle modifiche al t.u.f. in recepimento della MiFID II e quindi all'attuale art. 110, ultimo comma, t.u.f.

²⁵ La versione previgente del regolamento limitava gli interventi cautelari ai casi di gravi violazioni “atte a determinare la cancellazione dall'albo” ma il testo da ultimo approvato ha eliminato tale ultimo inciso, con l'effetto di espandere i poteri sospensivi oltre i limitati gravi casi che determinerebbero la radiazione dall'albo.

²⁶ Altri casi previsti dall'art. 23 regol. 18592/13 sono: la trasmissione di informazioni o documenti non veritieri, trasmissione di ordini non autorizzati dall'investitore, mancata comunicazione ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini dell'avvenuto esercizio del diritto di recesso o di revoca da parte dell'investitore e la reiterazione dei comportamenti che hanno determinato un provvedimento di sospensione dell'attività.

Sanzioni pecuniarie sono previste (e ora comminate dagli artt. 190, comma 1-*bis* e 190-*quater* t.u.f.) per svolgimento di attività di gestione dei portali senza autorizzazione e per violazione degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* t.u.f., mentre la Consob adotterà disposizione attuative specifiche in materia di *whistleblowing* (art. 50-*quinquies*, comma 6, t.u.f.)²⁷.

3.4. *Limiti di attività dei gestori e obblighi in materia di conflitti di interessi (modifica del 2017 in materia di conflitti di interesse e self-placement)*

L'art. 50-*bis*, comma 2, t.u.f. impone ai gestori della sezione ordinaria di trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale a banche ed imprese di investimento, non potendo procedere direttamente alla loro esecuzione. Ciò deriva in parte dai limiti ristretti dell'esenzione dell'art. 3 MiFID (che, si è visto, vale solo per gli intermediari che forniscano il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini o consulenza e che trasmettano ordini solo ad intermediari autorizzati) ma anche da un'interpretazione restrittiva data dall'Italia ai testi comunitari²⁸.

Fino alla modifica al regolamento Consob n. 18592/2013 avvenuta nel 2016, i gestori dovevano trasmettere gli ordini a banche ed imprese di investimento anche per permettere a queste ultime di concludere un contratto quadro di investimento con gli utenti della piattaforma e svolgere il test di appropriatezza. Quest'ultimo poteva essere omesso solo in presenza di somme contenute: €500 per singolo investimento per le persone fisiche e €5.000 per le persone giuridiche e complessivamente in un anno, rispettivamente, €1.000 e €10.000

²⁷ Le disposizioni in questione sono state oggetto di consultazione ma non ancora adottate: cfr. CONSOB, *Modifiche ai regolamenti n. 16190 del 29 ottobre 2007 (intermediari), n. 16191 del 29 ottobre 2007 (mercati) e n. 18592 del 26 giugno 2013 (raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line), in attuazione dell'art. 4-undecies, del decreto legislativo n. 58 del 1998 sui sistemi interni di segnalazione delle violazioni*, Documento per la consultazione, (9 Novembre 2017).

²⁸ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., p. 350. Sulle differenze interpretative, ad esempio, tra Italia e Regno Unito, cfr. ancora MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 327-328, 334.

(art. 13, comma 5-ter e 17, comma, 3 regol. n. 18592/2013). Attualmente, invece, le piattaforme possono scegliere se ricorrere a banche ed imprese di investimento per lo svolgimento del test di appropriatezza (oltre che per l'esecuzione degli ordini con le modalità *supra* riportate, in tal caso potendo omettere il questionario per gli investitori *retail*) oppure effettuare in proprio le verifiche di appropriatezza (in tal caso anche qualora le somme siano contenute), predisponendo a tal fine le opportune misure organizzative (e relativi costi) e trasmettendo gli ordini alle banche ed imprese di investimento esclusivamente per la loro esecuzione (senza quindi bisogno di un contratto quadro di investimento tra queste ultime e gli utenti, con notevole risparmio di costi).

Ai gestori della sezione ordinaria è anche vietato detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi per cui i fondi ricevuti dagli utenti e destinati agli emittenti/offendenti dovranno essere depositati presso la stessa banca o impresa di investimento che si occuperà dell'esecuzione degli ordini (come precisa ora il regolamento nella versione del novembre 2017) in un conto indisponibile (e quindi non aggredibile dai creditori dell'impresa emittente) destinato all'offerente e trasferiti allo stesso solo una volta perfezionata l'offerta (art. 50-bis, comma 4, t.u.f. e art. 17, comma 6, regol. 18592/13).

Non avendo l'autorizzazione come SIM o altro intermediario autorizzato, i gestori di portali non possono ovviamente prestare altri servizi di investimento (oltre al servizio di ricezione e trasmissione di ordini per il quale hanno una specifica esenzione) e l'art. 13, comma 3, secondo periodo, regol. 18592/13 precisa che è fatto loro divieto di formulare raccomandazioni sulle singole offerte idonee ad influenzare le adesioni, così non correndosi neppure il rischio di fornire il servizio di consulenza su strumenti finanziari senza la dovuta autorizzazione.

Nella bozza di modifica del regolamento Consob sottoposta alla consultazione nel luglio 2017, l'autorità aveva inserito anche un divieto assoluto di *self-placement*²⁹ al fine di eliminare alla radice una fonte di conflitto di interessi in un settore non sottoposto a obblighi in

²⁹ Nell'art. 13, comma 1-bis, si vietava ai gestori «di condurre sul proprio portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo».

materia di *product governance* né ad altri presidi posti a tutela degli investitori tipici di servizi non esecutivi (come la profilatura di adeguatezza)³⁰. D'altra parte, essa aveva anche introdotto, superando il generico obbligo di agire in maniera da evitare il presentarsi di conflitti di interesse, una disciplina più puntuale in materia di gestione dei conflitti di interesse. Il nuovo art. 13, comma 1, regol. 18592/2013 impone (rifacendosi all'art. 34 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 del 25 aprile 2016 in materia di conflitti di interesse) al gestore di elaborare, attuare e mantenere «un'efficace politica sui conflitti di interesse, formulata per iscritto, che consenta di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse lesivo di uno più investitori, e che definisca le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire o gestire tali conflitti». Tale politica deve essere valutata e riesaminata dal gestore periodicamente, almeno una volta all'anno, al fine di adottare misure adeguate per rimediare ad eventuali carenze riscontrate. Solo qualora tali procedure e misure si rivelino insufficienti nel caso concreto ad evitare, con ragionevole certezza, il rischio di nuocere agli interessi degli investitori, il gestore può ricorrere alla misura estrema di informare chiaramente gli investitori della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti, oltre che delle misure adottate per mitigare i relativi rischi, ma l'eccessivo ricorso alla comunicazione agli investitori è da considerarsi una carenza della politica sui conflitti di interesse.

Nella versione definitiva, invece, ferma la nuova disciplina in materia di gestione dei conflitti di interesse sopra descritta, il regolamento permette ai gestori di condurre offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo (sempre che, per un'interpretazione rispettosa della normativa primaria, siano rispettate le condizioni generali dell'offerta attraverso portali e quindi, ad esempio, l'emittente abbia le caratteristiche richieste dalla normativa – PMI). Il *self-placement* può avvenire, tuttavia, a condizione di adottare misure idonee per l'efficace gestione del conflitto che insorge in relazione a questo tipo di attività, tra le quali si

³⁰ CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013* (Documento di consultazione, 2017), cit., pp. 4-6.

includono espressamente l'astensione dal condurre tali offerte qualora i conflitti di interesse non possano essere adeguatamente gestiti, così come, almeno, l'adozione di «a) [...] adeguati presidi operativi e procedurali volti ad assicurare che gli strumenti oggetto delle offerte siano compatibili con le caratteristiche, le esigenze e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento; b) l'effettuazione della *due diligence* dell'operazione, da parte di un soggetto terzo indipendente; c) l'effettuazione, da parte dei soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, della valutazione di adeguatezza degli strumenti finanziari oggetto delle offerte, anche nel caso in cui il gestore esegua direttamente la verifica prevista dal comma 5-*bis*)» (art. 13, comma 1-*ter*). In ogni caso, il gestore «fornisce adeguata informativa ai clienti sull'esistenza dei conflitti di interesse e sui presidi dallo stesso adottati per la gestione di tali conflitti, anche attraverso un'apposita avvertenza facilmente comprensibile da parte di un investitore ragionevole, redatta con l'utilizzo di un linguaggio chiaro e conciso ed in carattere di dimensione leggibile». In caso di *self-placement*, quindi, si pongono in capo ai gestori di portali obblighi anche maggiori rispetto a quelli richiesti alle imprese di investimento e banche (che sono sottoposte a obblighi e vigilanza più incisivi ma anche ad una maggior pressione verso la distribuzione dei propri strumenti finanziari computabili ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza). Infatti, queste ultime, in caso di *self-placement*, pur essendo comunque vincolate dai nuovi obblighi in materia di *product governance* introdotti dalla MiFID II e dal generale obbligo di agire nel migliore interesse del cliente, s'intendono svolgenti il servizio di esecuzione di ordini (per espressa disposizione dell'art. 4, paragrafo 1(5) MiFID II) e sono quindi tenute alla semplice verifica di appropriatezza (non di adeguatezza), sempre che non vi siano gli estremi per l'*execution-only* (comunque esclusa per i prodotti illiquidi e complessi)³¹.

³¹ I gestori di portali della sezione ordinaria non sono imprese di investimento né banche quindi tale disposizione non si applica al *self-placement* dei gestori di portali ma, altrimenti, esso costituirebbe attività vietata alle piattaforme in quanto esecuzione di ordini. Cfr. *amplius*, MACCHIAVELLO, Sub art. 50-quinquies t.u.f., cit. In materia di *self-placement*, cfr. ENRIQUES e GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, (15 dicembre 2017), in corso di pubblicazione in *The Italian Law Journal* e disponibile su SSRN, <https://ssrn.com/abstract=3088832>.

3.5. Obblighi dei gestori di verifica delle condizioni di perfezionamento dell'offerta (modifica del 2017 in materia di quota di sottoscrizione di investitori professionali in presenza di determinate PMI)

I gestori di portali devono anche verificare il rispetto della condizione di perfezionamento dell'offerta consistente della parziale sottoscrizione, pari al 5% dell'offerta, da parte di investitori professionali (dal 2016, si è anticipato, anche se su richiesta), di fondazioni bancarie o di “incubatori di start-up innovative” (previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto Crescita *bis*) e di “investitori a supporto delle piccole e medie imprese” (i c.d. *business angels*)³² (art. 24, comma 2, regol. Consob n. 18592/2013). Come si è anticipato, il novero di soggetti la cui parziale sottoscrizione rappresenta una condizione di perfezionamento delle offerte tramite portale è stata significativamente e progressivamente ampliata anche in considerazioni delle difficoltà di soddisfare tale requisito da parte dei soli investitori professionali di diritto, tendenzialmente non costituenti i tipici investitori nel settore di start-up e solo parzialmente di PMI. La versione del regolamento Consob del novembre 2017 ha peraltro abbassato al 3% la quota di sottoscrizione in questione, in presenza di PMI (tendenzialmente meno opache e meno rischiose delle start-up) «in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili» (nuova comma 2-ter).

³² Essi sono da identificare negli investitori con un «valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese, diverse dalla società offerente» (art. 24, comma 2, regol. n. 18592/13).

3.6. *Obblighi di condotta dei gestori. In particolare, obblighi informativi (nessuna modifica nel 2017)*

L'individuazione degli obblighi di condotta cui sono sottoposti i gestori (al di là di quelli già sopra discussi) è rimessa dal t.u.f. (art. 50-*quinquies*, comma 5, t.u.f.) alla normativa secondaria. L'art. 13, comma 1, regol. 18592/2013 identifica gli stessi, in linea generale, nel dovere di operare con diligenza, correttezza e trasparenza (cfr. art. 21 t.u.f.), nel rispetto della parità dei clienti in situazioni identiche.

Tralasciando le prescrizioni meno centrali (di gestione rapida ed efficiente degli ordini, di gestione dei rischi operativi, di riservatezza e di conservazione della corrispondenza e documentazione contrattuale: artt. 17-20 Regol. n. 18592/2013), gli obblighi di condotta più pervasivi sono indubbiamente quelli informativi (che ricordano quelli previsti dagli artt. 29-32 regol. intermediari). Il gestore deve pubblicare sul sito in forma sintetica e comprensibile, le informazioni sul gestore stesso e sulla sua attività, con particolare riguardo, tra le altre cose, alle modalità di selezione delle offerte (anche in caso di eventuale affidamento a terzi), alle misure di gestione degli ordini (anche in merito a chi svolgerà la verifica di appropriatezza), ai costi, alle misure anti-frode e di protezione dei dati dei clienti, ai dati aggregati su offerte ed esiti, agli estremi di eventuali sanzioni, e alla presenza o meno di iniziative adottabili nei confronti degli offerenti che violino le regole di funzionamento del portale (art. 14 regol. n. 18592/13). In secondo luogo, il gestore deve fornire in maniera sintetica e facilmente comprensibile (anche attraverso canali multimediali) informazioni sull'investimento in strumenti finanziari tramite portale, in merito, ad esempio, ai rischi di perdita anche totale di capitale, al rischio di illiquidità, al divieto legale di distribuzione degli utili in caso di start-up innovative (*ex* art. 25 Decreto Crescita *bis*), alle deroghe al diritto societario e fallimentare ed al diritto di recesso in caso di investitore *retail ex* art. 13, comma 5 del regol. 18592/2013 (art. 15 e allegato 3 regol. n. 18592/2013). In terzo luogo, e ancora a livello di obblighi informativi generali, i gestori devono attirare l'attenzione degli investitori (*retail*) sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie e non diffonde notizie che non siano coerenti con quanto pubblicato sul sito. Infine, essi

devono rendere disponibili in maniera dettagliata, chiara, corretta, non fuorviante e senza omissioni agli investitori le informazioni trasmesse dall'emittente (e mantenerle disponibili per un certo periodo ed aggiornarle) in merito all'offerta, in modo da renderli in grado di prendere decisioni consapevoli, avendo compreso la natura dell'investimento, il tipo di strumenti ed i rischi connessi (art. 13, comma 2, regol. n. 18592/2013). Tuttavia, l'emittente/offrente rimane, l'unico responsabile della veridicità e della completezza delle informazioni fornite agli investitori attraverso la piattaforma (cfr. allegato 3 regol. n. 18592/2013).

Proprio con riferimento alle singole offerte, i gestori devono poi dare attuazione ai loro obblighi informativi seguendo lo schema di documento informativo redatto dalla Consob e contenuto nell'allegato 3 del regol. n. 18592/2013 (art. 16, comma 1). Il gestore deve perciò, utilizzando una formula standard, sottolineare, in via preliminare e con evidenza grafica, l'assenza di approvazione da parte della Consob delle informazioni, la già menzionata responsabilità esclusiva dell'offerente per la completezza e veridicità dei dati e delle informazioni fornite e richiamare l'attenzione degli investitori sull'illiquidità dell'investimento (cfr. allegato 3 regol. 18592/2013). Inoltre, il gestore deve descrivere i rischi specifici connessi all'offerente ed all'offerta e trascrivere le informazioni fornite dall'offerente/emittente (e relativi aggiornamenti), incluse la descrizione dell'offerente, degli strumenti finanziari e dell'offerta (compresa la quota di sottoscrizione di investitori professionali o assimilati e costi sull'investitore), dati sulle banche o SIM che curano il perfezionamento dell'ordine e sul relativo conto di deposito, informazioni sulle modalità di esercizio del diritto di revoca e di recesso, legge applicabile, foro competente ed eventuali servizi del portale in connessione all'offerta (art. 16, comma 1, lett. b) ss.; allegato 3 regol. n. 18592/2013). A livello di requisiti qualitativi è richiesto che il linguaggio sia non tecnico, "gergale", chiaro e conciso e le dimensioni del documento non superino le cinque pagine.

Cautele aggiuntive sono predisposte per gli investitori *retail* (non professionali) in quanto, oltre a dover essere avvertiti dal gestore, come si è anticipato, dell'esigenza di proporzionare gli investimenti in «attività finanziaria ad alto rischio» alle proprie disponibilità finanziarie (art. 13, comma 3, primo periodo), non possono accedere

ad una descrizione dettagliata dei progetti richiedenti se non dopo aver preso visione del materiale informativo predisposto dalla Consob, risposto adeguatamente ad un questionario attestante la comprensione dei rischi e delle caratteristiche dell'investimento e dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale perdita (art. 15, comma 2, Regol. 18592/2013).

3.7. Misure aggiuntive di tutela per gli investitori retail (aggiunta nel 2017 di una durata massima al diritto di recesso in caso di PMI)

Agli investitori *retail* sono riconosciuti diritti ulteriori, non solo, come si è visto, in quanto ad informazioni. Questi beneficiano infatti di un diritto di co-vendita (*tag along*) o di recesso in caso di cambio di controllo nella PMI (la presenza dei quali negli Statuti degli offerenti deve essere verificata dal gestore *ex art.* 24 regol. 18592/13, a pena di radiazione dell'albo, e dell'esistenza e modalità di esercizio dei quali lo stesso deve comunicare agli investitori: v. *supra* § 3.6.), assicurando l'*exit* degli investitori *retail* in caso di uscita strategica del fondatore della società nella quale questi abbiano riposto la fiducia o che tendenzialmente rappresenta la figura chiave per il successo della società³³. Con l'estensione della categoria degli offerenti a tutte le PMI, la modifica del 2017 del regolamento Consob inserisce un limite di tre anni dalla conclusione dell'offerta all'esercizio dei diritti di recesso e di revoca, prima invece naturalmente limitati al perdurare della qualifica di start-up innovativa (art. 24, comma 1, lett. a)).

Inoltre, gli investitori *retail* hanno un diritto di recesso di pentimento entro sette giorni dall'ordine (art. 13, comma 5, regol. n. 18592/2013, ispirato alla disciplina dell'offerta a distanza e del diritto dei consumatori) ed un diritto di revoca in caso di sopravvenienza di un fatto nuovo o errore materiale tra il momento di adesione e quello di chiusura dell'offerta da esercitarsi entro sette giorni da quando la sopravvenienza è stata portata a conoscenza degli investitori (art. 25, comma 2, regol. n. 18592/2013³⁴). I gestori di portali devono

³³ Cfr. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Rivista delle Società*, 2014, 2-3, 371.

³⁴ Esso ricorda in parte l'art. 95-bis, comma 2, t.u.f. in materia di revoca dell'adesione all'offerta di prodotti finanziari entro due giorni dalla pubblicazione di un supplemento al prospetto per il caso di sopravvenienza di eventi significativi

informare gli investitori dell'esistenza e delle modalità di esercizio di tali diritti (art. 15, comma 1, art. 16, comma 1 e allegato 3, regol. 18592/13).

4. *Una valutazione della disciplina alla luce delle numerose modifiche.*

Dall'esame della disciplina emerge la volontà del legislatore italiano di introdurre un regime per l'*equity crowdfunding* simile a quello previsto per i servizi di investimento ma semplificato. Tuttavia, questo obiettivo di bilanciamento tra l'esigenza di apprestare tutele equivalenti per gli investitori e non soffocare lo sviluppo del settore, nel rispetto delle normative europee, non appare sempre realizzato. I gestori vengono infatti sottoposti a rilevanti obblighi, spesso almeno equivalenti rispetto a quelli previsti per le SIM (tranne in materia di *governance* e organizzazione), mentre gli strumenti di protezione degli investitori non appaiono sempre efficaci (come si commenterà *infra*).

La tendenza a porre obblighi considerevoli sui gestori di portali era già evidente nella disciplina originaria (da cui un successivo tentativo di alleggerimento di cui si è detto) ma un parziale inasprimento è stato recentemente determinato anche dalla necessità di adeguarsi al nuovo paragrafo 2 dell'art. 3 MiFID (v. in materia di assicurazione professionale, conflitti di interesse e, probabilmente in futuro, requisiti degli amministratori; poteri maggiori e più discrezionali dell'autorità in materia di convocazione degli organi, poteri cautelari e sanzionatori), anche se la Consob ha prescelto un'interpretazione severa della normativa comunitaria, non sempre rispettosa del più volte menzionato principio di proporzionalità, e introdotto requisiti aggiuntivi (v. la condizione di perfezionamento costituita dalla sottoscrizione di una determinato quota dell'offerta da parte di investitori professionali e dai diritti di *tag-along* degli investitori *retail*).

prima della chiusura definitiva. Il gestore deve anche verificare che lo Statuto delle società preveda i diritti di recesso, revoca e co-vendita, oltre alla comunicazione alla società e pubblicazione sul sito dei patti parasociali (art. 24 regol. n. 18592/13).

Ad ogni modo, il procedimento di autorizzazione ricalca nelle linee generali quello previsto per le SIM (domanda con descrizione delle attività, della struttura organizzativa, requisiti di titolari di partecipazioni qualificate ed esponenti aziendali, vigilanza continua, non capitale minimo ma assicurazione professionale o adesione a sistemi di indennizzo, ecc.) ma è effettivamente più snello, specialmente se raffrontato con quello che sarà applicato per le SIM a seguito del recepimento MiFID II anche a livello di normativa secondaria.

Invece, guardando alla disciplina applicabile allo svolgimento dell'attività, i gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria, pur formalmente svolgenti un servizio meramente esecutivo, non solo sono sottoposti a limiti di attività, obblighi informativi speciali, obblighi di verifica del rispetto delle condizioni limitative di legge (che logicamente dovrebbero essere controbilanciati da facilitazioni e alleggerimenti della disciplina applicabile) ma anche a obblighi di organizzazione (perlomeno in caso di svolgimento in proprio del test di appropriatezza), trasparenza e condotta che rievocano quelli esistenti per le imprese di investimento anche se in alcuni (rari) casi semplificati (si veda in materia di *governance*), specialmente in presenza di clientela professionale (mentre per i clienti *retail* sono invece previste tutele aggiuntive che riprendono misure di protezione mutuata dal diritto dei consumatori o degli investitori).

Gli alleggerimenti di disciplina, che si è cercato di apportare nel tempo, non sempre hanno avuto l'effetto sperato dagli operatori: ad esempio, l'introduzione della possibilità per i gestori di portali di svolgere autonomamente il test di appropriatezza ha comportato per gli stessi, da un lato, una semplificazione delle procedure ed un abbassamento dei costi in caso di somme sopra soglia (non dovendo necessariamente far sottoscrivere un contratto quadro tra investitore e operatore tradizionale e far pagare al cliente la relativa commissione) ma, dall'altro, un aggravio di costi per adeguare le strutture organizzative ai relativi controlli di appropriatezza ed un'estensione della valutazione di appropriatezza con riferimento alle somme prima sotto soglia e quindi non richiedenti l'effettuazione del test se svolto dagli intermediari autorizzati tradizionali (cfr. art. 17, comma 4, regol. n. 18592/2013).

D'altra parte, le misure di protezione degli investitori non sempre appaiono cogliere nel segno. Ad esempio, il richiedere l'ottenimento da parte del gestore della dichiarazione dell'investitore in merito alla sua capacità di investire, potrebbe risultare in una misura debole e meramente formale (una semplice crocetta apposta in una schermata del procedimento di investimento), non essendo richiesto che il portale fornisca agli investitori strumenti per verificare l'effettiva sostenibilità dell'investimento. La normativa poi non lesina sui dati complessivamente da comunicare (anche se giustamente si impongono anche requisiti qualitativi dei documenti informativi), con un rischio di *information over-load*, in un mercato dove invece sarebbe necessario limitare la comunicazione agli investitori alle informazioni strettamente necessarie al fine di semplificare il compito dell'investitore di leggere le informazioni riferibili alla molteplicità di società nelle quali ha investito solo somme individualmente ridotte.

Inoltre, la normativa pone esclusivamente a carico dell'offerente la responsabilità per le informazioni trasmesse al gestore di portali e quest'ultimo, come si è detto, ha solamente un obbligo di comunicarle agli investitori in maniera chiara, corretta, non omissiva e non ingannevole, non di verificarle e quindi di assicurare, nei limiti della diligenza, che le informazioni siano effettivamente corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive (mentre la MiFID richiede che le imprese di investimento comunichino informazioni corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive e così dovrebbe essere anche per i gestori di portali *ex art. 3(2) MiFID II*). Non sono quindi stati espressamente posti in capo al gestore di portali obblighi di verifica delle richieste di ammissione né di diligente selezione degli offerenti (le cui modalità devono essere semplicemente descritte *ex art. 14* *regol. 18592/13*)³⁵ e, mentre è ragionevole far derivare dal dovere generale di agire con diligenza e correttezza (*art. 13, comma 1* *regol. n. 18592/13*) un obbligo di selezionare diligentemente i richiedenti svolgendo gli opportuni controlli (come ad esempio, espressamente previsto dalle normative francesi e spagnole in materia di *investment-based crowdfunding*)³⁶, non sembra possibile riconoscere in capo ai

³⁵ Tali obblighi sono invece posti a carico dei *conseillers en investments participatifs (CIP)* in Francia (ma non in altri paesi): cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit..

³⁶ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 320 ss.

gestori di portali una responsabilità per le informazioni trasmesse agli investitori paragonabile a quella da prospetto³⁷ o derivante dalla prestazione di un servizio di investimento non esecutivo riconosciuta in capo agli intermediari tradizionali. Infatti, la normativa afferma espressamente la responsabilità esclusiva dell'offerente per le informazioni trasmesse e richiede al gestore di portali di avvertire il cliente in merito all'assenza di controlli da parte dell'autorità sui documenti informativi. Inoltre, la responsabilità da prospetto grava primariamente sul responsabile del collocamento (quasi con la stessa intensità dell'emittente) e sull'offerente mentre sugli altri soggetti che hanno contribuito a redigere il prospetto solo con riferimento alle parti di propria competenza ed il gestore del portale non svolge (né potrebbe svolgere) il servizio di collocamento (dovendo astenersi da attività promozionale o suggerimenti o accordi con l'offerente che garantiscano un certo successo dell'iniziativa) né si presenta agli utenti con un ruolo di garanzia (inserendo anzi *disclaimer*)³⁸. Tuttavia, l'offerta di servizi aggiuntivi pubblicizzati che attestino un lavoro di ricerca e selezione approfonditi, oltre che esporre il gestore al rischio di qualificazioni della propria attività in termini di servizi di investimento non esecutivi e conseguenti sanzioni, potrebbe creare le basi per pronunce di responsabilità da affidamento nelle informazioni trasmesse ai clienti³⁹. In Spagna e in Austria si afferma espressamente la responsabilità della piattaforma per le informazioni fornite

³⁷ *Contra*, parrebbe, PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, pp. 79-80.

³⁸ Mi permetto di rinviare, per un'analisi delle questioni e riferimenti bibliografici, a MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in VISINTINI (a cura di), *Trattato della responsabilità civile*, vol. 2, Padova, 2009, pp. 793 ss. e *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 4/5, 911. Più recentemente (ed autorevolmente): ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Soc.*, 2011, 417; G. AFFERNI, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Resp. civ. prev.*, 12, 2011, 852; SARTORI, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Riv. dir. banc.*, 2011, 8; SANGIOVANNI, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento CONSOB*, in *Resp. Civ.*, 2011, 12, 852.

³⁹ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 328-329; Id., *Sub art. 50-qui quies t.u.f.*, cit..

all'investitore, anche se solo con riferimento alla completezza e alla coerenza delle stesse⁴⁰.

Peraltro, la normativa secondaria richiede che il gestore comunichi all'investitore, qualora siano state previste, eventuali misure predisposte nei confronti dell'offerente per l'ipotesi di violazione degli obblighi da parte di questi ma la predisposizione di tali misure è appunto solo eventuale, benché le stesse possano avere un maggior carattere deterrente di condotte scorrette dell'offerente rispetto al remoto rischio di azione legali da parte dei singoli investitori per somme, individualmente considerate, limitate.

Il legislatore italiano non ha invece voluto inserire limiti massimi agli investimenti da parte degli utenti, forse ritenendo ciò un allontanamento eccessivo dall'impianto tradizionale del diritto bancario/finanziario, che appresta tutele ma non limita la libertà di scelta degli investitori. Tuttavia, considerato il coraggio giustamente mostrato nel superare alcuni limiti tradizionali del nostro ordinamento (si veda il parziale superamento del divieto di offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l.⁴¹, così ampio da far sospettare un parziale transito delle quote di s.r.l. PMI nella categoria degli strumenti finanziari⁴²), l'introduzione di limiti massimi di

⁴⁰ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based Crowdfunding: Is MiFID II enough?*, in BUSCH e FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, pp. 659-692.

⁴¹ Il meccanismo di trasferimento alternativo previsto dall'art. 100-ter, commi 2-bis ss., è stato peraltro esteso nel 2017 anche alle quote di s.r.l. PMI.

⁴² In base alla normativa societaria tradizionale, le quote di s.r.l. non possono essere rappresentate da azioni (e per interpretazione, più in generale, da titoli) né offerte al pubblico (art. 2468, comma 1, c.c.), anche al fine, si ritiene, di impedire la formazione di un mercato di quote di società più pensate per soci-imprenditori, soggette ad un regime molto flessibile e quindi con tutele inferiori per i soci di minoranza (cfr. BIANCHI e FELLER, sub art. 2468, in A. BIANCHI, (a cura di), *Società a responsabilità limitata, Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti et al., Giuffrè, Milano, 2008, p. 311; ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 – L'impresa start up innovativa*, 535; PINTO, *L'"equity based crowdfunding" in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita*, in *Le Società*, 2013, 7, 818, 827-828; MORINO, Sub art. 2468, co. 1, in Cagnasso e Mambriani (a cura di), *Codice della società a responsabilità limitata*, Nel Diritto, Roma, 2015, 281-2; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata (artt. 2462-2474)*, in *Codice civile. Commentario*, già diretto da P. Schlesinger e continuato da

F.D. Busnelli, Giuffrè, Milano, 2010, 510). Per tali motivi, si è tradizionalmente negata alle quote di s.r.l. la natura di strumenti finanziari, riconducendole semplicemente nella categoria dei prodotti finanziari (cfr. Comunicazione Consob 1 giugno 2001, n. DEM/1042775; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2014, 6, 699, 714). Tuttavia, il Decreto Crescita *bis* (e successive modifiche) ha esentato appositamente le quote di PMI in forma di s.r.l. dal divieto di offerta al pubblico anche attraverso portali, ma non solo, quindi ora ammettendosi pure offerte effettuate attraverso i canali tradizionali per queste s.r.l. (art. 100, comma 1-*bis*, t.u.f.), si è prevista la possibilità di creare nuove categorie di quote con diritti diversi (in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3, c.c.) destinate, ad esempio, ai soci-investitori (contrapposti ai soci-imprenditori) e quindi caratterizzate da maggior standardizzazione (agevolandone la circolazione) ed una nuova modalità di circolazione delle quote per la facilitazione di un mercato secondario (art. 100-*ter*, comma 2-*bis*, t.u.f.) (cfr. GUACCERO, *La start-up*, 710; Spada e Maltoni, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. Not.*, 3/2013, 579, 589-591; CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start-up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in Di Cataldo et al. (a cura di), *Impresa e mercato - Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, 79; GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.* 2016, I, 549; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative*; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative*, in *Le Società* 2013, 1094;

BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *NLCC* 2014, I, 101; COSSU, *Le start-up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in CAMPOBASSO et al., a cura di, *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, II, Torino, 2014, 1705). Ci si può quindi chiedere se tali modifiche e deroghe al diritto comune (solo talvolta parziali e temporanee), da alcuni Autori ritenute forme di avvicinamento al modello di s.p.a., siano in grado di rendere strumenti finanziari le quote (o documenti rappresentativi di essi) delle s.r.l. PMI. La risposta sembra finora negativa per la maggior parte degli interpreti, i quali argomentano sulla base del divieto generale di incorporare le quote in titoli e quindi alla non sussumibilità delle stesse nelle categorie elencate nel t.u.f. (cfr. GUACCERO, *La start-up*, 714-715; PINTO, *L'equity crowdfunding*, cit., 826-27; ASSONIME, *Circolare n. 11*, cit., 536 e 544). Tuttavia il dubbio può persistere per diversi motivi: la nozione comunitaria di strumento finanziario è ampia (per questo soggetta a distinte interpretazioni a livello nazionale: MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit., 305 ss.), anche nel nostro ordinamento la dottrina riconduce la negoziabilità alla semplice esistenza di un valore commerciale ed alla capacità di essere oggetto di transazioni con carattere standardizzato e le motivazioni sull'esclusione si basano primariamente sulla finalità di impedire la creazione di un mercato, obiettivo invece perseguito dalla riforma attraverso la nuova modalità di circolazione *ex art.* 100-*ter*, comma 2-*bis*, t.u.f.). Sul concetto di quota di s.r.l. come valore mobiliare, cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* –

investimento, specialmente se variabili a seconda del reddito degli investitori (con una sorta di automatico blocco di inadeguatezza presunta in presenza di redditi bassi), avrebbe giustificato un effettivo alleggerimento della disciplina a carico dei gestori (in quanto limitante anche i rischi coinvolti) e si sarebbe comunque posto in linea con le attuali tendenze del diritto europeo, il quale prevede ora anche divieti di commercializzazione presso investitori *retail* di prodotti complessi e illiquidi (cfr. i poteri di *product intervention*). In altri paesi quali Regno Unito, Spagna, Portogallo, Austria e Germania, sono invece presenti limiti massimi di investimento da parte degli investitori *retail* per progetto (che variano da €1.000 a €10.000) e/o in totale all'anno per singolo investitore (da €5.000 a €10.000) ma in alcuni paesi i limiti variano in funzione del reddito e risorse disponibili o se si è consigliati da un intermediario autorizzato (v. in Germania, Austria, Regno Unito)⁴³.

Similmente, sempre controbilanciato da semplificazioni della normativa applicabile, si sarebbe potuto abbassare al di sotto della soglia dei € 5 milioni il quantitativo massimo richiedibile da parte di ogni singolo offerente così sempre da contenere i rischi (e aumentare l'effetto complementare o inclusivo del *crowdfunding*). Tuttavia, in occasione dell'entrata in vigore del nuovo regolamento europeo in materia di Prospetto, non è stato toccato né il limite massimo di esenzione generale dall'obbligo di prospetto (che avrebbe potuto essere portato a € 8 milioni) né abbassato (con modifica dell'art. 100-ter comma 1 t.u.f.)⁴⁴ quello applicabile alle piattaforme di *equity crowdfunding*, per cui le offerte tramite portale non incontrano limiti più stringenti rispetto a quelli tradizionali previsti per l'esenzione da prospetto. Al contrario, in Francia e Germania è prevista una soglia

Diritto delle società 2, 566; MORINO, *Sub* art. 2468, co. 1, cit., 277-78. Sulla sufficienza della standardizzazione e valore commerciale per la qualificazione come strumento finanziario, cfr. CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari"*, in *Riv. soc.* 1996, 1103, 1106; COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Cedam, Padova, 2004, 40; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, 84-86.

⁴³ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*, cit.

⁴⁴ L'art. 100-ter, comma 1, t.u.f. rinvia all'art. 100, comma 1, lett. c) t.u.f.; art. 34-ter, comma 1, lett. c) regol. emittenti n. 11971/1999.

massima riferita all'offerta per emittente su una certa piattaforma in un anno (rispettivamente, €1 milione e €2,5 milioni) ed in Spagna e Portogallo un limite massimo riferito all'offerta di ogni emittente su qualunque piattaforma nell'arco di dodici mesi (rispettivamente, €2 milioni e €1 milione)⁴⁵.

Nonostante i diversi interventi normativi, è da segnalare inoltre che non è stata colta dal regolatore italiano l'occasione di chiarire alcuni aspetti importanti. Ad esempio, la normativa italiana non descrive in cosa consista l'attività di gestione di portali online per la raccolta di capitali di PMI e imprese sociali. Se questo favorisce l'innovazione dei modelli, d'altra parte, facilita anche l'impiego di *business models* lontani dal modello originario di semplice facilitazione dell'incontro delle parti, con il rischio che gli investitori siano esposti a rischi nuovi e diversi (vicini, ad esempio, a gestione di portafogli o gestione collettiva per l'impiego di sistemi automatici di investimento) e gli operatori alla "sorpresa" di essere considerati operanti in violazione di altre riserve di attività, al ricorrere di certi servizi offerti agli utenti. Al contrario, ad esempio, la normativa spagnola (contenuta nella *Ley de fomento de la financiación empresarial* n. 5 del 28 aprile 2015) non solo fornisce una definizione specifica di attività di "*financiación participativa*" (che pone al centro l'attività di messa in contatto professionale via internet di una parte interessata ad investire con aspettativa di rendimento ed un'altra interessata a ricevere finanziamenti provenienti da una pluralità di persone)⁴⁶ ma specifica anche che le piattaforme possono formalizzare i contratti di sottoscrizione di partecipazione tra emittenti e investitori e fornire alcuni servizi tipici quali la ricezione, selezione e pubblicazione dei progetti, la creazione di canali di comunicazione per la contrattazione tra investitori ed emittenti ed altri servizi considerati ausiliari quali la

⁴⁵ Cfr. ancora sulle discipline straniere, MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*.

⁴⁶ Art. 46 *ley de fomento*: «Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores».

valutazione dei progetti, l'analisi degli stessi e del loro livello di rischio, la pubblicazione delle informazioni in modo oggettivo, la predisposizione di modelli di contratto, la trasmissione di informazioni tra emittenti ed investitori sull'andamento del progetto (art. 51) e vieta la prestazione di servizi di investimento, le raccomandazioni personalizzate e l'impiego di forme di investimento automatico (art. 52 *ley de fomento*).

Forse tale mancanza nel regime italiano è anche frutto di una parziale incertezza di base sull'inquadramento del fenomeno: si è qualificato l'*equity crowdfunding* come servizio di ricezione e trasmissione (anche al fine di ricorrere all'esenzione *ex art. 3 MiFID*), per poi rendersi che le piattaforme svolgono di fatto un ruolo più pregnante della mera trasmissione di ordini (occupandosi anche di selezionare gli offerenti, talvolta fornendo servizi di *business support*, modelli contrattuali standard alle parti e di gestire le relazioni delle parti dopo la conclusione del contratto) e quindi cercare di imporre alcuni requisiti assimilabili a servizi non meramente esecutivi (si veda l'iniziale massimale assicurativo parametrato su quello dei consulenti e alcuni obblighi informativi), senza però giungere ad affermare obblighi di verifica e controllo, evitando di re-intermediare quello che voleva costituire una disintermediazione. Si è preferite responsabilizzare invece gli investitori professionali, tenuti tra l'altro a verificare la correttezza del prezzo (v. la quota di sottoscrizione obbligatoria di certi investitori professionali; le condizioni per il *self-placement*).

Non si è poi precisato se possono rientrare tra gli strumenti offerti attraverso i portali gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 u.c. c.c. imputati a patrimonio netto, eventualmente anche estendo a questi la deroga al generale divieto di offerta al pubblico da parte delle PMI in forma di s.r.l., al momento secondo parte degli interpreti sussistente con esclusivo riferimento alle quote rappresentative di capitale⁴⁷.

⁴⁷ Gli strumenti finanziari partecipativi (considerati strumenti di rischio quando comportano partecipazione al rischio d'impresa: cfr. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, p. 733) sono emettibili anche da parte delle s.r.l. start-up e PMI innovative *ex art. 26, comma 7, Decreto Crescita bis* ma per parte della dottrina non sembrano essere ricompresi tra gli strumenti che queste ultime possono offrire al pubblico in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c. dal momento che

Ad ogni modo, l'ordinamento italiano, nel difficile compito di bilanciare i diversi interessi coinvolti e di inquadrare il fenomeno all'interno degli schemi esistenti, ha mirato a raggiungere un equilibrio tra semplificazione e protezione degli investitori anche attraverso soluzioni nuove e si è dimostrato disposto a modificare più volte la risposta regolatoria in funzione delle mutate o evidenziate esigenze per cui non si esclude che la materia subirà nuovamente aggiustamenti nel giro di pochi anni.

5. La proposta di regolazione a livello europeo: scenari alternativi possibili ed effetti per Italia

La disciplina italiana sull'*equity-crowdfunding*, essendo stata adottata nell'ambito dell'esenzione *ex art. 3 MiFID II*, è meramente nazionale, per cui trova applicazione solo nel territorio italiano. Nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali possono iscriversi anche soggetti dell'Unione europea con sede stabile nel territorio italiano, rispettando la relativa normativa e vigilanza della Consob. Non è quindi previsto alcun passaporto europeo in materia e gli

l'art. 26, comma 5, Decreto Crescita *bis* si riferisce solo alle "quote di partecipazione" mentre gli strumenti partecipativi in questione non si computano nel capitale e non possono attribuire il diritto di voto per le decisioni dei soci *ex artt. 2479 e 2479-bis c.c.*. L'art. 2, comma 1, lett h) regol. n. 18592/2013 definisce poi come strumenti finanziari ai fini della normativa sul *crowdfunding* solo «le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR». In questo senso: FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, p. 83; LAUDONIO, *La folla e l'impresa*, pp. 30-32; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, 710 (nota n. 35) e 715. *Contra*, VITALI (*Equity crowdfunding*) che suggerisce invece di includere gli strumenti partecipativi tra quelli offribili attraverso piattaforme quando questi presentino le caratteristiche effettive di capitale di rischio. Cfr. anche ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 – L'impresa start up innovativa*, 544 e GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa in forma di s.r.l.*, 577-579 (il quale afferma che un'interpretazione che impedisse l'offerta al pubblico degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle PMI s.r.l. frustrerebbe la finalità della normativa consistente nell'espandere le opzioni di finanziamento delle PMI e nel permettere al fondatore di mantenere il controllo della società pur espandendo la base azionaria, restringendo l'uso degli strumenti finanziari partecipativi ai soli casi di *work for equity*).

operatori italiani, così come gli altri europei, quando intenzionati ad offrire i loro servizi oltre i confini nazionali, dovranno sottostare alla varietà di approcci giuridici e normative nazionali previste nei diversi paesi, affrontando i relativi costi e difficoltà tecnico-pratiche⁴⁸. Banche ed imprese di investimento, invece, per le cui attività esiste già un passaporto europeo, possono svolgere l'attività di *equity-based crowdfunding* sull'intero territorio europeo in regime di mutuo riconoscimento, pur dovendo eventualmente sottostare agli specifici obblighi contenuti nelle normative nazionali sul crowdfunding dell'*host State* (probabilmente *ex art. 24(12) MiFID II*)⁴⁹.

Negli ultimi anni la Commissione europea ha studiato e monitorato il settore, inserendo il *crowdfunding* tra gli strumenti utili a realizzare gli obiettivi della *Capital Markets Union* (in particolare con riferimento all'obiettivo di ampliare l'accesso a fonti di finanziamento delle PMI)⁵⁰ ma non aveva finora ritenuto opportuno intervenire in

⁴⁸ Mi permetto ancora di rinviare a MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 320 ss; MACCHIAVELLO, Sub art. 50-quinquies t.u.f., cit. Cfr. anche EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, SWD(2016) 154 final, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf; CROWDFUNDINGHUB, *Crowdfunding Crossing Borders An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowdfunding Investments*, <https://drive.google.com/file/d/0B7uykMX1rDrWU3BRZTBMNzFwLVE/view>. Da ultimo, EUROPEAN COMMISSION, *Final report: Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, (Dicembre 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171216-crowdfunding-report_en.pdf; GAJDA, O. et al. (a cura di), *Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of Existing Crowdfunding Regulations in Europe, North America and Israel*, European Crowdfunding Network, (2017), http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf

⁴⁹ Più ampiamente sul tema, cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 342 ss.; FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*, cit., pp. 686 ss.; MACCHIAVELLO, Sub art. 50-quinquies t.u.f., cit.

⁵⁰ Fra i. numerosi documenti, cfr.: EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, (Communication) COM(2015) 468/2; EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, cit.; EUROPEAN COMMISSION, *Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, (Communication) COM(2017) 292 final; EUROPEAN COMMISSION, *Staff Working Document Accompanying the Communication on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, SWD(2017) 225 final, pp. 30 ss..

materia, motivando sulla base della natura giovane e geograficamente ancora ristretta del *crowdfunding*⁵¹. Più recentemente, invece, la Commissione pare aver mutato opinione, avendo manifestato interesse ad assumere un'iniziativa legislativa avente ad oggetto la regolazione dell'*investment-based crowdfunding* e del *lending-based crowdfunding*. L'obiettivo sarebbe di favorire lo sviluppo dell'attività delle piattaforme anche *cross-border* superando le numerose differenze tra i regimi nazionali⁵² attraverso l'avvicinamento delle normative nazionali (*ex art. 114 TFEU*) al fine di proteggere gli utenti delle stesse e quindi aumentando la fiducia.

Nel suo "*Inception impact assessment*", preliminare rispetto all'adozione di una "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*", la Commissione identifica le quattro opzioni alternative: una prima strada consisterebbe nel continuare a condurre studi e favorire così la circolazione di *best practices*, senza quindi cambiamenti rispetto allo *status quo*. Una seconda strada, costituente un passo avanti rispetto alla situazione attuale ma sempre esempio di un approccio minimo, sarebbe rappresentato da forme di *self-regulation* "incentivata" dalla Commissione: quest'ultima fisserebbe dei requisiti minimi sulla base dello studio dei regimi nazionali esistenti e delle *best practice*, cui gli operatori sceglierebbero di adeguarsi volontariamente, spinti dall'obiettivo di assicurare gli utenti. È evidente tuttavia come queste soluzioni di "minima" non siano in grado di superare gli ostacoli esistenti allo svolgimento di attività *cross-border* né di assoggettare ad un regime assimilabile le piattaforme europee.

La terza via identificata dalla Commissione come possibile consiste invece nel ricondurre il *crowdfunding* all'interno delle discipline

⁵¹ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Staff Working Document*, cit., p. 31: «Given the predominantly local nature of crowdfunding, there is no strong case for EU level policy intervention at this juncture. Crowdfunding is still relatively small and needs space to innovate and develop. Given the dynamism of crowdfunding and the potential for future cross border expansion, it will be important to monitor the development of the sector and the effectiveness, and degree of convergence of, national regulatory frameworks».

⁵² Per un'analisi approfondita delle differenze esistenti tra i diversi paesi nella regolazione dell'*investment-based crowdfunding*, così come delle difficoltà in materia di conflitto di leggi, cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*, cit.

europee esistenti, inserendo specifiche disposizioni con riferimento allo stesso e così creando, nell'idea della Commissione, una licenza specifica per il *crowdfunding* per operare *cross-border* pur applicando le normative già esistenti e calibrando requisiti di *governance* e trasparenza «*in a proportionate way ensuring investor protection and sector integrity* [...]». Le discipline che vengono menzionate come possibili normative “modello” a tal fine sono (sembrerebbe rispettivamente riferite al *lending-based crowdfunding* e all'*investment-based crowdfunding* ma non necessariamente) quella degli istituti di pagamento e quella dei mercati regolamentati. L'ESMA aveva invece escluso l'applicabilità alle piattaforme di *investment-based crowdfunding* della normativa in materia di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, dal momento che questi ultimi, in quanto sistemi multilaterali, riguarderebbero solo il mercato secondario e necessiterebbero della presenza non solo di molteplici acquirenti ma anche di molteplici venditori dello stesso strumento finanziario, mentre nelle piattaforme di *investment-based crowdfunding* vi sono tendenzialmente solo plurimi compratori per un unico venditore/emittente (mercato primario)⁵³. Peraltro, la disciplina in materia di mercati potrebbe portare ad incentrare la regolazione dell'*investment-based crowdfunding* sugli obblighi a carico dei partecipanti (fra i quali gli emittenti specialmente per le informazioni che li riguardano e gli investitori professionali per le loro decisioni di sottoscrizione) con un ruolo neutrale e di mero arbitro delle piattaforme: ciò, oltre che non rappresentare un modello seguito in altri paesi con riferimento al *crowdfunding*, non necessariamente sarebbe in grado di rispondere ai rischi e caratteristiche del settore e dovrebbe quindi forse essere integrata da obblighi di condotta ed informativi anche a carico delle piattaforme in questione (altrimenti non previsti – salvo quelli di trasparenza delle negoziazioni e di

⁵³ ESMA, *Opinion on Investment-based crowdfunding*, (18 dicembre 2014), p. 18, http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf: «To date, most crowdfunding platforms are operating in primary markets only. As such there is typically only one seller per financial instrument, though there may be multiple buyers. A characteristic of MTFs is that they bring together multiple buyers and sellers of a financial instrument. ESMA therefore concludes that in general crowdfunding platforms are not operating MTFs».

vigilanza sulla *compliance* alle regole da parte dei partecipanti - sul presupposto che i mercati rappresentano sistemi non discrezionali e con soli investitori avveduti come partecipanti), anche tenendo conto del fatto che l'accesso non sarebbe limitato ai soli intermediari autorizzati ma aperto al pubblico *retail*.

A questa strada viene assimilata ed equiparata l'opzione di introdurre una normativa europea *ad hoc* che armonizzi la regolazione del *crowdfunding* in Europa pur riprendendo elementi già esistenti nelle discipline esistenti. Tuttavia, le due opzioni "assimilate" appaiono ben diverse: modificare diverse normative europee per adattarle al *crowdfunding* permetterebbe sì di superare gli ostacoli giuridici rappresentati dalle normative nazionali ed europee (apparendo forse anche più rispettosa di un *level-playing field* con il settore finanziario tradizionale) ma agirebbe inevitabilmente in maniera disorganica col il rischio di sovrapposizioni, lacune e mancanza di chiarezza (al contrario di una disciplina *ad hoc* che eventualmente riprenda altre normative esistenti).

Infine, la quarta strada consisterebbe nel creare un regime europeo, basato sulla normativa europea esistente ma proporzionato al settore, al quale le piattaforme deciderebbero di aderire (*opt-in*) per condurre la loro attività di *crowdfunding* in regime di mutuo riconoscimento negli altri Stati membri. Le piattaforme che intendessero invece operare solo a livello nazionale, potrebbero restare soggette ai regimi previsti dai singoli paesi membri.

Quali effetti comporterebbe un'iniziativa legislativa a livello europeo per la disciplina italiana sopra descritta e per i gestori delle piattaforme? Ovviamente la risposta dipende dalla strada, tra quelle alternative sopra esposte, che la Commissione sceglierà effettivamente di seguire e dalle norme che concretamente verranno adottate. Nel caso delle prime due ipotesi, è presumibile aspettarsi una sopravvivenza della normativa italiana, eventualmente con qualche adattamento per adeguarsi ai requisiti minimi identificati dalla Commissione qualora questi non siano già ricompresi nella stessa.

La terza e quarta via, invece, decreterebbero probabilmente la fine della già travagliata vita della normativa italiana in materia di *equity-crowdfunding*: l'adattamento della disciplina sui mercati regolamentati o una disciplina *ad hoc* che usi comunque questa come modello presenterebbe probabilmente tratti differenti rispetto a quella italiana

impostata sul servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Ad ogni modo, la predilezione per il passaporto europeo (in caso di modello *opt-in*) o comunque gli effetti concreti per le piattaforme italiane dipenderebbe anche dalla misura degli adattamenti che la Commissione riterrà di apportare ma il fatto che una normativa europea non debba muoversi nelle strette maglie concesse dall'art. 3(2) MiFID II può far presumere una miglior capacità di parametrare i requisiti ai rischi e caratteristiche del settore, sempre che non prevalga anche in questo caso la tendenza all'*over-regulation* degli ultimi anni. Ad ogni modo, l'eventuale scelta, manifestata dalla Commissione, di prediligere come modello di regolazione quello in materia di mercati sembra sposare una logica della "disintermediazione", implicando solo generali obblighi informativi ed organizzativi a carico delle piattaforme (potenziati con la MiFID II) ma poi lasciando la responsabilità della *disclosure* specifica e delle scelte di investimento sui partecipanti al mercato (e quindi, ad esempio, sulle valutazioni degli investitori professionali, come sembra di fatto avvenire in Italia), anche se misure aggiuntive dovrebbero essere previste per tutelare meglio gli investitori *retail* partecipanti.

La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici

SOMMARIO: 1. La cartolarizzazione dei crediti in sofferenza e del rischio di credito - 2. La garanzia statale per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze (c.d. GACS): profili civilistici – 2.1. La GACS e il contratto autonomo di garanzia - 3. L'operazione di cartolarizzazione dei crediti in sofferenza - 4. I soggetti coinvolti - 5. Conclusioni

1. Le operazioni di cartolarizzazione, come è noto, permettono lo smobilizzo di portafogli di crediti – sia in sofferenza che non – attraverso l'emissione di titoli (cc.dd. asset backed securities o, breviter, ABS) destinati alla negoziazione nel mercato.

Gli anni recenti hanno conosciuto una incertezza generalizzata che è stata capace di sconvolgere la stabilità dei sistemi mettendo a dura prova l'ordine giuridico dei mercati internazionali ⁽¹⁾. Identificata come la più grande crisi dopo quella del 1929, la recente crisi differisce da quest'ultima in quanto crisi finanziaria e non economica. La sua scaturigine può individuarsi nella cartolarizzazione del rischio di credito ⁽²⁾.

Le recessioni economiche contribuiscono nel corso del tempo all'incremento dei crediti in sofferenza (sottoclasse della generale categoria dei crediti deteriorati o non performing loans, breviter NPLs, caratterizzata dall'essere una esposizione nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza – anche non accertato giudizialmente – o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca) ⁽³⁾, provocando

⁽¹⁾ Così Alpa, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in Riv. trim. dir. econ., 2009, 86.

⁽²⁾ Merusi, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in Banca, borsa, tit. cred., 2009, I, 253 ss.

⁽³⁾ Si definiscono esposizioni creditizie “deteriorate” le esposizioni creditizie per cassa (finanziamenti e titoli di debito) e “fuori bilancio” (garanzie rilasciate, impegni irrevocabili e revocabili a erogare fondi, etc.) verso debitori che ricadono nella categoria non-performing come definita nel Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 del 16 aprile 2014 della Commissione, e successive modificazioni e

un calo significativo dell'offerta di credito (il c.d. credit crunch). I riflessi sull'economia dimostrano che la stretta creditizia praticata dalle banche ai propri clienti mette a dura prova gli investimenti delle imprese con la logica conseguenza di acuire le spinte di recessione ⁽⁴⁾.

Concordemente si ritiene che la recente crisi abbia trovato il suo evento scatenante nel mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti d'America con il fenomeno del predatory lending, ossia la concessione dei cc.dd. mutui subprime con incredibile facilità a soggetti a basso merito creditizio, privi di garanzie o con precedenti casi di insolvenza, che venivano letteralmente sollecitati ad indebitarsi al fine di far lievitare l'attività degli enti creditizi.

La bolla immobiliare negli Stati Uniti è stata così sostenuta da finanziamenti che raggiungevano il 100% del valore dell'immobile e che, in alcuni casi, premiavano con ulteriore credito l'apprezzamento del valore dell'abitazione ⁽⁵⁾.

L'uso delle tecniche di cartolarizzazione e degli strumenti derivati sul rischio di credito avrebbe annullato o trasferito ad altri soggetti il rischio di inadempimento dei mutuatari ⁽⁶⁾. Difatti, la riduzione del credit crunch è legata a processi di cessione dei NPLs per il ripristino di migliori e ottimali condizioni sul piano dell'erogazione del credito alle imprese e famiglie ⁽⁷⁾.

A far da sfondo a siffatta modalità di gestione dei crediti in sofferenza vi è quel modello di banca chiamato originate to distribute ⁽⁸⁾, sicuramente (quantomeno in teoria) vantaggioso dal punto di vista

integrazioni (Implementing Technical Standards - ITS). Le esposizioni creditizie deteriorate sono ripartite nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate. Cfr. altresì la circolare Banca d'Italia 30 luglio 2008, n. 272 – X° aggiornamento, Avvertenza generale B.2.2.1.

⁽⁴⁾ Colombini, Crisi finanziarie. Criticità e indicazioni per il futuro, in Riv. trim. dir. econ., 2014, 30.

⁽⁵⁾ Così Colombini, La crisi finanziaria e la riforma Obama, in Riv. trim. dir. econ., 2010, 204.

⁽⁶⁾ Cfr. Cardia, Diritto, etica, mercato, in Bianchi – Ghezzi – Notari (a cura di), Diritto, mercato ed etica, Milano, 2010, 72.

⁽⁷⁾ Colombini, Crisi finanziarie, cit., 30.

⁽⁸⁾ Con siffatta espressione (contrapposta al modello originate to hold, distinto dalla creazione dei prestiti per la detenzione sino a scadenza nell'attivo della banca) si indica una «peculiare modalità di disintermediazione bancaria, a sua volta espressione della spinta alla massiccia utilizzazione da parte delle banche di tecniche di mitigazione del rischio di credito, favorite da una congiuntura economica

della valutazione e della distribuzione del rischio, che manifesta però la sua inadeguatezza nell'ottica del rapporto tra il prestatore di fondi e l'utilizzatore finale degli stessi, riducendo l'interesse e i benefici del monitoraggio dell'utilizzo delle risorse concesse ⁽⁹⁾.

2. Il decreto legge 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con modificazioni in legge 8 aprile 2016, n. 49 ha previsto il rilascio di una garanzia statale per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze (c.d. GACS) ⁽¹⁰⁾. Siffatta novità legislativa si inserisce nel percorso di riforma del sistema bancario italiano partito dalla riforma delle banche popolari (d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni in legge 24 marzo 2015, n. 33), l'autoriforma delle fondazioni bancarie ⁽¹¹⁾, la riforma delle banche di credito cooperativo (operata con il medesimo d.l. in analisi) e la velocizzazione dei tempi di recupero credito (con il c.d. decreto banche) ⁽¹²⁾. Il sistema creditizio italiano, pur essendo solido nel suo insieme, presenta una criticità per l'elevato livello di crediti in sofferenza concentrato in alcune banche. La crisi finanziaria ha infatti

caratterizzata da bassi tassi di interesse e da accresciuta liquidità e quindi da una forte propensione all'investimento»: così, precisamente, Miola, *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, 2009, 3 del dattiloscritto. Sul modello originate to distribute cfr. anche Colombini, *La crisi finanziaria*, cit., 201 ss.; Venturi, *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. Identificazione di possibili interventi correttivi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 80 ss.

⁽⁹⁾ V. Draghi, *Per un'etica dell'agire economico. Lezioni dalla crisi finanziaria globale*, in Bianchi – Ghezzi – Notari (a cura di), *Diritto, mercato ed etica*, cit., 75.

⁽¹⁰⁾ In generale, sulle garanzie prestate dallo Stato, v. Giofrè, *Le garanzie prestate dallo Stato*, Padova, 1983.

⁽¹¹⁾ Avvenuta con la firma del protocollo di intesa in data 22 aprile 2015 dal Ministro dell'Economia e delle Finanze e dal Presidente dell'Acri (Associazione di fondazioni e casse di risparmio). Tra i principi cardine contenuti nel protocollo c'è la diversificazione degli investimenti: una fondazione non può concentrare più del 33% dell'attivo patrimoniale in un singolo soggetto. L'autoriforma recide definitivamente il legame tra circuiti politici locali e gestione degli istituti che in alcuni casi ha reso possibile una gestione non corretta degli istituti stessi.

⁽¹²⁾ Ci si riferisce al d.l. 3 maggio 2016, n. 59, convertito con modificazioni in l. 30 giugno 2016, n. 119.

incrementato l'entità degli NPLs presenti nei bilanci bancari oltre i livelli medi riscontrati nelle altre economie europee ⁽¹³⁾.

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze, per diciotto mesi dalla data di entrata in vigore del decreto (periodo prorogabile per ulteriori diciotto mesi previa approvazione da parte della Commissione europea), è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato per il rimborso e la corresponsione degli interessi dei titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 l. 130/1999 ⁽¹⁴⁾. L'operazione di securitization deve essere stata originata da parte di banche e di intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 t.u.b. aventi sede legale in Italia e deve avere ad oggetto la cessione di crediti pecuniari, compresi i crediti derivanti da contratti di leasing, classificati come sofferenze, strutturata nel rispetto della disciplina dettata dal recente intervento normativo in analisi.

⁽¹³⁾ I dati della Banca d'Italia, aggiornati al 30 maggio 2016 (in Banca d'Italia, Supplemento al bollettino Moneta e Banche - Luglio 2016), evidenziano che: a) il totale dei NPLs è pari a 360 miliardi di euro: nel quarto trimestre 2015 i crediti deteriorati lordi sono diminuiti in valore assoluto per la prima volta dal 2008 e la loro quota sul totale dei finanziamenti si è stabilizzata; b) tra questi si può distinguere tra inadempienze probabili o esposizioni scadute o sconfinanti, categorie per cui il rientro tra le esposizioni in bonis è possibile, che ammontano a 160 miliardi, e le sofferenze pari a 200 miliardi di euro (in entrambi i casi si tratta di valori lordi che non esprimono il peso effettivo di queste posizioni sui bilanci bancari); c) il peso delle sofferenze sui bilanci bancari non corrisponde al valore nominale dei prestiti perché le banche hanno già provveduto a svalutazioni e accantonamenti nei bilanci; le sofferenze nette ammontano quindi a 85 miliardi di euro, in calo di 2 miliardi rispetto al 31 dicembre 2015; d) a fronte degli 85 miliardi di sofferenze nette, ci sono garanzie e coperture per 122 miliardi di euro.

⁽¹⁴⁾ Sulla l. 30 aprile 1999, n. 130 cfr., inter alios, Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione*, Torino, 2009, 11 ss.; Sepe, voce *Cartolarizzazione*, in D. disc. priv., sez. comm., V agg., Torino, 2009, 69; Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003; Carnovale, *La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2002, 477 ss.; Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002; Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002; Ferro Luzzi, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 2001, 1, 24 ss.; Maffei Alberti (a cura di), *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti. Commentario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 754 ss.; Pardolesi (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, Milano, 1999; Proto, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Fall.*, 1999, 1176 ss.

Per la prestazione della GACS è stato istituito, ex art. 12 l. 49/2016, un apposito fondo. La gestione di tale Fondo di garanzia è stata affidata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – con d.m. 3 agosto 2016 in materia di «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)» – alla Consap s.p.a. (Concessionaria servizi assicurativi pubblici s.p.a.), società interamente partecipata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze che ha ereditato dall'INA la gestione dei fondi di garanzia e solidarietà, tra i quali il più noto e importante è sicuramente il Fondo di garanzia per le vittime della strada disciplinato dagli artt. 283 ss. cod. ass.

La Consap è stata individuata quale soggetto in house – ai sensi dell'art. 192, comma 2°, d.lgs. 18 aprile 2016, n. 50 – più idoneo alla gestione dell'intervento, avendone valutato la struttura organizzativa societaria, le competenze professionali e le specifiche esperienze acquisite nella gestione di attività analoghe, nonché i relativi risultati conseguiti in termini di efficienza, economicità e qualità dei servizi resi.

Si rende necessario un distinguo tra le varie classi di titoli cartolarizzati. Se in passato l'emissione di titoli veniva suddivisa in più classi (senior, mezzanine e junior), attualmente la prassi prevede l'emissione di due sole classi. La c.d. tranche senior è quella che sopporta per ultima le eventuali perdite legate ai mancati incassi sui crediti cartolarizzati, mentre la c.d. tranche junior è costituita da titoli privi di rating ed è la prima a sopportare le anzidette perdite, pur beneficiando – nel caso in cui i crediti vengano regolarmente incassati e i portatori dei titoli senior siano integralmente soddisfatti – del c.d. excess spread, un premio aggiuntivo con cui i titoli in parola sono maggiormente remunerati (15). La tranche mezzanine, invece, è quella classe di titoli che, con riguardo alla corresponsione degli interessi, è postergata alla corresponsione degli interessi dovuti alla classe senior e possono essere antergate al rimborso del capitale dei titoli junior.

(15) Cfr. Messina, *Profili evolutivi*, cit., 184.

Ai sensi dell'art. 8 l. 49/2016 la garanzia dello Stato è onerosa ⁽¹⁶⁾, può essere concessa solo sui titoli senior – e, in caso di emissione di più tranches di titoli senior, la GACS può essere richiesta per ciascuna tranche, anche singolarmente – e essa diviene efficace solo quando la società cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno oltre il 50% dei titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei titoli junior (nonché, ove emessi, dei titoli mezzanine) ⁽¹⁷⁾, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione dalla contabilità della società cedente e, a livello consolidato, del gruppo bancario cedente, in base ai principi contabili di riferimento in vigore nell'esercizio di effettuazione dell'operazione.

La GACS è incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta a beneficio del detentore del titolo senior. Essa copre i pagamenti contrattualmente previsti, per interessi e capitale, a favore dei detentori dei suddetti titoli per la loro intera durata.

La garanzia è concessa con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze su istanza documentata della società cedente o, in caso di operazione di cartolarizzazione realizzata da più società cedenti, da tutte le società cedenti congiuntamente (art. 10 l. 49/2016). Per quel che concerne l'escussione della GACS (art. 11 l. 49/2016), ciò è possibile, per il detentore dei titoli senior, entro i nove mesi successivi alla scadenza, nel caso di mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi.

Per l'escussione è necessario il rispetto dei termini perentori previsti dalla disciplina. Nell'ipotesi di mancato pagamento che perduri per sessanta giorni dalla scadenza del termine per l'adempimento i detentori dei titoli senior, di concerto e tramite il rappresentante degli obbligazionisti, inviano alla società cessionaria la richiesta per il pagamento dell'ammontare dell'importo scaduto e non pagato. Decorso trenta giorni ed entro sei mesi dalla data di ricevimento della richiesta alla società cessionaria senza che questa

⁽¹⁶⁾ La garanzia è concessa a fronte di un corrispettivo annuo determinato a condizioni di mercato sulla base della metodologia puntualmente indicata all'art. 9, comma 3°, l. 49/2016.

⁽¹⁷⁾ Lo Stato, le amministrazioni pubbliche e le società direttamente o indirettamente controllate da amministrazioni pubbliche non possono acquistare titoli junior o mezzanine emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione per le quali è stata chiesta la GACS.

abbia provveduto al pagamento, i succitati soggetti possono richiedere l'intervento della GACS. Entro trenta giorni dalla data di ricevimento della documentata richiesta di escussione della garanzia dello Stato, il Ministero dell'Economia e delle Finanze provvede alla corresponsione dell'importo spettante ai detentori del titolo senior non pagato dalla società cessionaria, senza aggravio di interessi o spese.

Con il pagamento, il Ministero è surrogato nei diritti dei detentori dei titoli senior e provvede, ferme restando le limitazioni contrattualmente stabilite per l'esercizio di tali diritti e subordinatamente al pagamento di quanto dovuto a titolo di interessi ai portatori dei suddetti titoli, al recupero della somma pagata, degli interessi al saggio legale maturati a decorrere dal giorno del pagamento fino alla data del rimborso e delle spese sostenute per il recupero.

A tal proposito, il recente D.M. è intervenuto nel dettare una più specifica disciplina sull'operatività della garanzia. In primo luogo, ai fini dell'ammissione alla GACS il regolamento dei titoli e i contratti dell'operazione prevedono che il mancato pagamento di un importo dovuto a titolo di interessi sui titoli senior e l'escussione della garanzia non comportano la decadenza dal beneficio del termine della società di cartolarizzazione. È poi prevista una rigorosa elencazione di quali modifiche non possono essere apportate ai titoli senza il preventivo consenso del Ministero.

L'efficacia della GACS è sospensivamente condizionata al trasferimento della maggioranza dei titoli junior entro dodici mesi dalla data di adozione del decreto di concessione della garanzia. Qualora ciò non avvenga, la società cedente decade dall'ammissione al beneficio della garanzia e la richiesta deve essere nuovamente presentata.

La garanzia è inefficace, inoltre, qualora la decisione della società di cartolarizzazione o dei portatori dei titoli di revocare l'incarico del soggetto incaricato della riscossione (c.d. servicer) abbia determinato un peggioramento del rating del titolo senior, nel caso in cui siano stati modificati il regolamento dei titoli o gli altri contratti dell'operazione in difformità da quanto previsto dalla l. 49/2016 e dal D.M. attuativo e, in ogni caso, il Ministero dell'Economia e delle Finanze potrà rivalersi nei confronti della società cedente nel caso in

cui la garanzia sia stata concessa sulla base di atti o dichiarazioni che siano risultati mendaci, inesatti o incompleti.

Una simile forma di garanzia trova dei precedenti in alcune disposizioni che prevedevano la garanzia statale sulle obbligazioni emesse dall'IRI e da alcune banche, che prevedevano l'automaticità dell'operatività della garanzia su semplice comunicazione dell'inadempimento dell'obbligato, (art. 1, comma 2°, l. 5 dicembre 1978, n. 825 e art. 4, comma 2°, d.l. 14 settembre 1979 n. 439). Con la GACS il legislatore ha manifestato un importante interventismo statale giustificato da esigenze di stabilità dell'intero sistema bancario e finanziario, che non configura comunque un aiuto di Stato distorsivo della concorrenza ⁽¹⁸⁾.

La GACS può essere intesa come un meccanismo di c.d. external credit enhancement ⁽¹⁹⁾. Con tale locuzione si intende una forma di incremento delle garanzie sulle obbligazioni emesse dalla società veicolo volta a ridurre il livello complessivo di rischio creditizio implicito nei titoli emessi ⁽²⁰⁾.

Le tradizionali forme di external credit enhancement sono fornite da banche e imprese di assicurazione per il tramite di lettere di credito, polizze assicurative o garanzie autonome che determinano un incremento dei costi dell'operazione ⁽²¹⁾. Alla stregua di esse, la GACS consegue il medesimo risultato pratico, che è quello di un più efficace collocamento dei titoli sul mercato, in quanto una garanzia aggiuntiva permette alle ABS della tranche senior un rating maggiore, che si traduce – in ultima istanza – in un collocamento a costi inferiori ⁽²²⁾.

⁽¹⁸⁾ Cfr. la Decisione della Commissione UE del 10 febbraio 2016.

⁽¹⁹⁾ Sul credit enhancement cfr. Scano, Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization, in Banca, borsa, tit. cred., 2006, II, 120 ss.

⁽²⁰⁾ Cfr. Messina, Profili evolutivi, cit., 17; nonché Lisanti, Gli intermediari finanziari coinvolti in un'operazione di securitization, in Pardolesi (a cura di), La cartolarizzazione, cit., 119.

⁽²¹⁾ In proposito v. Fauceglia, La cartolarizzazione, cit., 27; Sull'interconnessione e complementarietà del credit enhancement con l'attività svolta dalle agenzie di rating v. ancora Messina, Profili evolutivi, cit., 55.

⁽²²⁾ In materia si veda Spano, Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti, in Giur. comm., 1999, I, 449; e Scano, Credit enhancement, cit., 122, ove è citata copiosa dottrina straniera.

In materia di cartolarizzazione, un analogo meccanismo di garanzia – coi dovuti distinguo legati al soggetto garante – si rinviene nella disciplina regolamentare sulla emissione delle obbligazioni bancarie garantite o covered bonds (d.m. Economia e Finanze 14 dicembre 2006, n. 310), forma di cartolarizzazione introdotta nel nostro ordinamento con la novella che ha inserito nella l. 130/1999 la disciplina con la quale sono state ampliate le attività oggetto di cartolarizzazione estendendo la portata delle disposizioni relative alla separazione patrimoniale alle «operazioni aventi ad oggetto le cessioni di crediti fondiari e ipotecari, di crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime, anche individuabili in blocco, nonché di titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura, effettuate da banche in favore di società il cui oggetto esclusivo sia l'acquisto di tali crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre» ⁽²³⁾.

Una delle principali caratteristiche dei covered bonds rispetto ai tradizionali titoli cartolarizzati risiede nella prestazione – da parte della società cessionaria – di una garanzia irrevocabile, a prima richiesta, incondizionata ed autonoma rispetto alle obbligazioni assunte dalla banca emittente, entro i limiti del patrimonio separato. Essa interviene sia nel caso di inadempimento della banca nei confronti dei portatori dei titoli che in caso di sottoposizione della banca alla procedura di liquidazione coatta amministrativa ovvero di sospensione dei pagamenti in caso di amministrazione straordinaria ex art. 74 t.u.b.

Una simile garanzia riveste i connotati del contratto autonomo di garanzia (o *garantievertrag*) ⁽²⁴⁾, essendo esplicitamente disapplicati gli

⁽²³⁾ Sull'argomento cfr. Galanti-Marangoni, La disciplina italiana dei Covered Bond, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 58, 2007.

⁽²⁴⁾ Con riferimento al contratto autonomo di garanzia, cfr., senza pretesa di completezza, Bertolini, Il contratto autonomo di garanzia nell'evoluzione giurisprudenziale, in Nuova giur. civ. comm., 2010, 435 ss.; Montanari, Garanzia autonoma ed escussione abusiva: nuove tendenze rimediali in una diversa prospettiva ermeneutica, in Europa dir. priv., 2008, 987 ss.; Corrias, Garanzia pura e

artt. 1939, 1941, comma 1°, 1944, comma 2°, 1945, 1955, 1956 e 1957 c.c. ⁽²⁵⁾. In tal caso, però, la peculiare struttura dell'operazione di cartolarizzazione fa sì che ci si trovi nati non ad un rapporto trilaterale fra ordinante, garante e beneficiario, ma – più semplicemente – fra la SPV e i portatori dei titoli ⁽²⁶⁾. Infatti, a differenza delle ordinarie operazioni di cartolarizzazione, l'emissione delle obbligazioni avviene immediatamente ad opera della banca, senza l'intervento di una SPV costituita ad hoc. Infatti, l'emissione di covered bonds è eseguita secondo uno schema che prevede la cessione, da parte di una banca (anche diversa da quella emittente i titoli) a favore di una società veicolo, di attivi di elevata qualità creditizia che vengono segregati dalla SPV in un patrimonio destinato ex art. 3 l. 130/1999. Queste attività sono acquistate dalla società cessionaria con le risorse reperite attraverso un finanziamento subordinato erogato dalla banca cedente o da un'altra banca. L'emissione, però, viene svolta da parte della banca emittente, che può essere anche diversa dalla banca cessionaria degli attivi ⁽²⁷⁾.

Ciò nondimeno, è stato rilevato che nonostante le peculiarità dello schema dell'operazione, la garanzia prestata dalla società veicolo cessionaria a favore dei portatori dei titoli mantenga la natura di contratto autonomo di garanzia ⁽²⁸⁾.

contratti di rischio, Milano, 2006, 424 ss.; Barillà, Il formalismo nelle garanzie astratte: operazione economica e prospettiva della banca garante, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, II, 409 ss.; Portale, Il contratto autonomo di garanzia nel commercio internazionale (appunti per una lezione), in Riv. giur. sarda, 1998, 843 ss.; Id., Le garanzie bancarie internazionali, Milano, 1989; Meo, Fideiussioni e polizze fideiussorie: la clausola a prima richiesta, in Contr. impr., 1998, 921 ss.; Id., Fideiussioni bancarie e garanzie a prima richiesta: le tutele cautelari, in Banca, borsa, tit. cred., 1995, I, 443 ss.; Nappi, Studi sulle garanzie personali, Torino, 1997; Mastropaolo, I contratti autonomi di garanzia², Torino, 1995; Bonelli, Le garanzie bancarie a prima domanda nel commercio internazionale, Milano, 1991; Cicala, Sul contratto autonomo di garanzia, in Riv. dir. civ., 1991, I, 143 ss.; Navarreta, Causalità e sanzione degli abusi nel contratto autonomo di garanzia, in Contr. impr., 1991, 285 ss.; Pontiroli, Spunti critici e profili ricostruttivi per lo studio delle garanzie bancarie a prima richiesta, ivi, 1989, 1018 ss.; Benatti, Il contratto autonomo di garanzia, in Banca, borsa, tit. cred., 1982, I, 171 ss.

⁽²⁵⁾ Cfr. Messina, Profili evolutivi, cit., 177.

⁽²⁶⁾ Galanti-Marangoni, La disciplina, cit., 36 s.

⁽²⁷⁾ Messina, Profili evolutivi, cit., 165 ss.

⁽²⁸⁾ Galanti-Marangoni, La disciplina, cit., 36.

2.1. Da un primo commentatore della nuova forma di garanzia statale, è stato posto in risalto che un'analoga natura giuridica di garanzia autonoma non può essere individuata nella GACS ⁽²⁹⁾.

Nel c.d. sistema aperto delle sufficienti cautele a protezione del credito previsto dall'art. 1179 c.c., la GACS potrebbe invece essere ricondotta entro l'alveo della generale categoria delle garanzie personali, così come la pluralità di modelli tipici e atipici anche divergenti dalla fideiussione in base al combinato disposto tra la norma da ultimo citata e l'art. 2424, comma 3°, c.c. ⁽³⁰⁾. Il fatto che la GACS sia una garanzia «a prima richiesta», non sarebbe infatti di per sé sufficiente a determinare il distacco dell'obbligazione di garanzia da quella principale.

Sul punto, si è assistito ad oscillanti prese di posizione da parte della giurisprudenza di legittimità. Se in alcuni pronunciati viene affermata l'identità di significato tra l'accezione «a prima richiesta» e quella «senza eccezioni», assicurando al debitore garantito l'immediata disponibilità del quantum garantito in deroga alla regola enunciata nell'art. 1945 c.c. ⁽³¹⁾, in differenti occasioni è stato concluso che solamente la clausola «senza eccezioni» è idonea a eliminare il vincolo di accessorietà dell'obbligazione di garanzia a quella principale ⁽³²⁾.

Ciò, sostenuto da autorevole dottrina ⁽³³⁾, parrebbe trovare conferma in una nota pronunzia delle Sezioni Unite ⁽³⁴⁾, in quanto la

⁽²⁹⁾ Fiscale, GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) – Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs, in *Dirittobancario.it*, 2016, 8.

⁽³⁰⁾ In dottrina sull'argomento v. Chessa, *Il forfaiting*, Napoli, 2016, 89 s.; Corrias, *Spunti in tema di garanzie personali del credito*, in *Riv. dir. impr.*, 2014, 430; Campobasso, *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974, 138.

⁽³¹⁾ Così Cass., 10 gennaio 2012, n. 65, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 512 ss., con nota di Tartaglia, *Le polizze fideiussorie a garanzia dei rimborsi fiscali e la loro autonomia a margine di una fattispecie particolare*; Cass., 12 dicembre 2008, n. 29215, consultabile su *De Jure*.

⁽³²⁾ Cfr. Cass., 3 maggio 2005, n. 19300, in *Foro it.*, 2006, I, 2132; Casscit., *ciplina ad oggetto la cessione stata originata itoliincipale e garanzia autonoma contratto principalenomo di garanzia*, ., 21 aprile 1999, n. 3964, in *Riv. notariato*, 1999, II, 1271 ss.

⁽³³⁾ Corrias, *La valenza delle clausole «a prima richiesta» e «senza eccezioni» nella qualificazione dei contratti di garanzia personale del credito*, in *Vita not.*, 2014,

sola espressione «a prima richiesta» non sarebbe di per sé sufficiente a determinare l'autonomia della prestazione del garante, necessitando di essere accompagnata dalla formula «senza eccezioni». Viceversa, la previsione della locuzione «a prima richiesta e senza eccezioni» presume l'autonomia della garanzia ⁽³⁵⁾, salvo «evidente, patente irredimibile discrasia» con quanto dedotto in contratto ⁽³⁶⁾.

Tenuto conto dell'interpretazione dell'intero regolamento contrattuale ex art. 1363 c.c. e in assenza di elementi che in concreto denotino la inequivoca volontà di escludere l'accessorietà della garanzia all'obbligazione principale ⁽³⁷⁾, la previsione della sola

578; dello stesso A., Garanzia pura, cit., 424 ss.. Sull'insufficienza della sola clausola «a prima richiesta», oltre a quanto si indicherà nel prosieguo, cfr. anche Cicala, Sul contratto autonomo di garanzia, cit., 144; Meo, Fideiussioni e polizze fideiussorie, cit., 925 ss.; Barillà, Contratto autonomo di garanzia e Garantievertrag (Categorie civilistiche e prassi del commercio), Frankfurt am Main, 2005, 163 ss., spec. 179 ss.

⁽³⁴⁾ Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, in Banca, borsa, tit. cred., 2010, II, 257 ss., con note di Barillà, Le Sezioni Unite e il Garantievertrag un quarto di secolo dopo: una pronuncia “storica” fa chiarezza sui differenti modelli di garanzie bancarie autonome, e Nappi, Un tentativo (non convincente) di “definitivamente chiarire” la differenza tra fideiussione e Garantievertrag. In senso conforme cfr. Cass., 20 ottobre 2014, n. 22233.

⁽³⁵⁾ Aderisce a tale linea interpretativa Chessa, Il forfaiting, cit., 92 (ove ampi richiami bibliografici e giurisprudenziali), il quale afferma che «una simile interpretazione si rivela, invero, la più aderente alla lettera del dettato giurisprudenziale considerato singolarmente, ma anche raffrontato con altre pronunce in cui la Suprema Corte, al fine di far valere l'equivalenza tra le due locuzioni, ha fatto uso della preposizione ovvero contrariamente alla congiunzione e per unire la dicitura a prima richiesta con quella della clausola senza eccezioni». In giurisprudenza, da ultimo, Trib. Taranto 1° febbraio 2016, in Banca, borsa, tit. cred., 2016, II, 434 ss., con nota di Barillà, Clausola “a prima richiesta”, prova della frode e condictio indebiti nelle garanzie autonome tra commercio interno e internazionale.

⁽³⁶⁾ Così Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, cit.

⁽³⁷⁾ Oltre agli Autori citati supra alla nt. 33, v. Barillà, Clausola “a prima richiesta”, cit., 466 ss.; Bozzi, Garanzie atipiche, in Diz. dir. priv., Milano, 2011, 826; Chinè, Contratto autonomo di garanzia, in Enc. giur., Agg., Roma, 2007, 5. In giurisprudenza, oltre alle pronunzie citate a partire dalla nt. 31, cfr. Cass., 20 marzo 2014, n. 6517, e Trib. Prato, 6 maggio 2013, ambedue in Banca, borsa, tit. cred., 2015, II, 397 ss., con nota di Cuccovillo, Garanzia “a prima domanda” e funzione cauzionale; Trib. Cagliari, 24 febbraio 2014, in Riv. giur. sarda, 2014, 337 ss., con nota di Corrias, Sugli indici di autonomia delle garanzie personali del credito (l'ipotesi della fideiussione “a prima richiesta”). Contra, sull'interpretazione del

clausola «a prima richiesta» assume la valenza di invertire l'onere della prova in ordine alla sussistenza e alla fondatezza delle eccezioni nel rapporto intercorrente tra garante e beneficiario. Il garante, perciò, è tenuto solo provvisoriamente ad effettuare la prestazione garantita senza opporre eccezioni ⁽³⁸⁾.

Nella GACS, invero, le vicende relative al rapporto sottostante intercorrente tra lo Stato e la società di cartolarizzazione non sono influenti all'efficacia della garanzia. In primo luogo, come si è visto, questa è condizionata al trasferimento della maggioranza dei titoli junior entro un determinato periodo dall'adozione del decreto di concessione della garanzia. Inoltre, le vicende relative ai titoli rilevano, ai fini dell'efficacia, qualora vi siano vicende che determinino un peggioramento del rating dei titoli senior ovvero nel caso di modifiche al regolamento dei titoli o di altri contratti dell'operazione.

In questa precisa scelta legislativa è stato ravvisato uno dei principali limiti alle potenzialità della GACS, in quanto è diretta in una direzione opposta alle esigenze di certezza ricercate dagli investitori in una garanzia statale ⁽³⁹⁾.

Come è stato posto in risalto dalle Sezioni Unite ⁽⁴⁰⁾, con la garanzia autonoma viene trasferito da un soggetto ad un altro il rischio economico connesso all'inadempimento – colpevole o meno – della prestazione. Il contenuto dell'obbligazione del garante è qualitativamente diverso da quello del debitore principale, non dovendo assicurare la prestazione dedotta in contratto, bensì il soddisfacimento dell'interesse economico del creditore-beneficiario disatteso con l'inadempimento. Il garante è così obbligato non tanto ad adempiere in egual maniera del debitore (come nella fideiussione),

contratto contenente la sola clausola «a prima richiesta» come contratto autonomo di garanzia v. però, da ultimo, le non condivisibili conclusioni di Trib. Napoli, 17 novembre 2015, in Banca, borsa, tit. cred., 2016, II, 435 ss., con nota di Barillà, Clausola “a prima richiesta”, cit.

⁽³⁸⁾ Corrias, Garanzia pura, cit., 429 ss.; Calderale, Fideiussione e contratto autonomo di garanzia, Bari, 1989, 229; F. Bonelli, Le garanzie bancarie «a prima domanda», in Draetta-Vaccà (a cura di), Le garanzie contrattuali. Fideiussione e contratti autonomi di garanzia nella prassi interna e nel commercio internazionale, Milano, 1994, 206 s.

⁽³⁹⁾ Così Fiscale, op. cit., 8.

⁽⁴⁰⁾ Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, cit.

quanto piuttosto a tenere indenne il beneficiario dal pregiudizio conseguente al mancato adempimento della prestazione dedotta in contratto. L'utilitas pratica della fattispecie è quella di sottrarre il creditore dal rischio dell'inadempimento mediante il trasferimento dello stesso sul garante ⁽⁴¹⁾.

I confini della questione relativa all'incidenza del trasferimento del rischio economico in capo al garante sull'intero rapporto sinallagmatico sono limpidi nell'impostazione ermeneutica del contratto proposta dalla dottrina ⁽⁴²⁾. Col contratto autonomo di garanzia si è nati ad un'operazione di mera intermediazione finanziaria ove il garante agisce mosso esclusivamente da un intento professionale senza alcun interesse alla soluzione del rapporto sottostante, in una condizione di neutralità ed imparzialità rispetto agli interessi delle parti. Più precisamente, il garante svolge la sua attività di intermediazione per conto e nell'interesse del cliente, dal quale riceve un compenso per l'attività svolta (la messa a disposizione di una determinata somma di denaro al beneficiario, creditore dell'ordinante) e la certezza di ottenere il rimborso di quanto eventualmente corrisposto al beneficiario. Il corrispettivo rappresenta unicamente il lucro di impresa per l'attività di intermediazione per la mera messa a disposizione della somma di danaro a favore del beneficiario ⁽⁴³⁾.

Con la garanzia autonoma il garante isola ed assume un rischio commerciale e lo trasforma in un rischio finanziario ⁽⁴⁴⁾, assicurando

⁽⁴¹⁾ In tal senso v., ancora, Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, cit.; Trib. Cagliari, 27 gennaio 2012 (ord.), in Banca, borsa, tit. cred., 2013, II, 109 ss., con nota di Camedda, Brevi note in tema di polizza fideiussoria ed escussione abusiva delle garanzie autonome; cfr. anche il peculiare indirizzo argomentativo di Arbitro Bancario Finanziario – Collegio di Napoli, 20 giugno 2011, n. 1290, il quale — oltre a riconoscere l'impresa quale parte naturale del contratto — ravvisa il concreto della fattispecie nel «potersi proporre al mercato forte della garanzia di un intermediario finanziario la cui nota solvibilità riduce i costi negoziali».

⁽⁴²⁾ Corrias, Garanzia pura, cit., 445 ss.; Lobuono, Contratto e attività economica nelle garanzie personali, Napoli, 2002, 110 ss.; Miola, Le garanzie intragruppo, Torino, 1993, 17 ss.; Meo, Funzione professionale e meritevolezza degli interessi nelle garanzie atipiche, Milano, 1991, 69 ss.

⁽⁴³⁾ Ancora, Meo, Funzione professionale, cit., 196 ss.

⁽⁴⁴⁾ Per Dolmetta, Trasparenza dei prodotti bancari. Regole, Bologna, 2013, 334, la banca con l'operazione in analisi riesce a perseguire il risultato di isolare il rischio finanziario da quello commerciale, che non riuscirebbe invece a realizzare ricorrendo alla fideiussione, specie in ragione degli artt. 1945 e 1952 c.c. Sulle

così solo un equilibrio di natura finanziaria e non il rischio dell'inadempimento dell'ordinante nei confronti del beneficiario. Infatti, l'operazione contrattuale in esame non è caratterizzata dall'estensione della garanzia patrimoniale su cui può contare il beneficiario, connotato tipico della fideiussione, bensì da una temporanea assunzione, da parte del garante, del rischio originariamente gravante sul creditore, che poi viene nuovamente riversato sul debitore-ordinante attraverso il meccanismo del regresso. Il servizio che in definitiva viene fornito dal garante è la temporanea assunzione del rischio finanziario, relativo all'insolvenza dell'ordinante, a cui si espone chi concede un servizio finanziario ed in relazione al quale debbono essere argomentate tutte le considerazioni sulla liceità delle commissioni remunerative.

La funzione così perseguita è quella di una copertura di rischi atipici ⁽⁴⁵⁾, non ammettendo la possibilità del garante di proporre eventuali eccezioni circa il rapporto principale (fatto salvo il limite della nullità del contratto per illiceità della causa, caso in cui il vizio si estende anche al contratto autonomo di garanzia, di talché il garante ha la possibilità di opporsi all'escussione della garanzia in via di *exceptio doli*). È evidente che, nel caso della GACS, il rischio trasferito allo Stato è tipico (i.e. il mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi relative a titoli cartolarizzati senior), così come sono tipiche le cause di inefficacia della garanzia, che prescindono da una generica illiceità della causa del rapporto contrattuale base ⁽⁴⁶⁾.

differenze tra rischio commerciale e rischio finanziario cfr. Garioni, I finanziamenti delle esportazioni, in Berlinguer (a cura di), *Finanziamento e internazionalizzazione di impresa*, Torino, 2007, 495 ss.

⁽⁴⁵⁾ Cfr. Barillà, Clausola “a prima richiesta”, cit., 468.

⁽⁴⁶⁾ La portata di questo limite è discussa: se da una parte si ritiene che nel contratto autonomo di garanzia deve essere contenuto il riferimento al contratto principale (cfr. Nappi, *La garanzia autonoma. Profili sistematici*, Napoli, 1992, 182; Portale, *Le garanzie bancarie*, cit., 49), altri ritengono che la contrarietà a norme imperative è sempre rinvenibile in virtù del collegamento negoziale esistente tra contratto principale e garanzia autonoma (Trib. Taranto, 1° febbraio 2016, cit.; Barillà, Clausola “a prima richiesta”, cit., 468; Mastropaolo, *I contratti autonomi di garanzia*, cit., 362).

3. Come è stato posto in evidenza ⁽⁴⁷⁾, le operazioni di cartolarizzazione sono storicamente connotate da una certa eterogeneità: non esiste un modello di securitization. Ogni operazione, infatti, può differire sia in ragione della tipologia di crediti ceduti, sia dell'allocazione del rischio tra i soggetti coinvolti, che in ragione delle garanzie che assistono la cessione.

Attribuire alla GACS una natura fideiussoria appare, però, altrettanto inopportuno. Infatti, la garanzia prestata dallo Stato non origina da una fonte contrattuale, bensì dalla legge e da un provvedimento amministrativo concessorio ⁽⁴⁸⁾.

La GACS, infatti, non viene concessa esclusivamente per rafforzare la tutela del portatore dei titoli, ma è il risultato di una trama finalizzata a perseguire un interesse più ampio di stabilità dei mercati e tutela del risparmio, che trascende le vicende del singolo rapporto.

L'art. 4 l. 49/2016, contrariamente a quanto appena descritto, disciplina in maniera minuziosa tutti i passaggi dell'operazione, fornendo uno schema che lascia pochi margini alla prassi degli operatori del mercato. È stato rilevato che la creazione di uno schema definito permette così una rapida valutazione dell'operazione ai fini dell'ammissione alla GACS ⁽⁴⁹⁾.

La strutturazione dell'operazione di cartolarizzazione non prescinde, nelle sue basi, dal dettato dell'art. 2 l. 130/1999 per quel che concerne il programma dell'operazione e, in particolare, l'assoggettabilità dei titoli alla disciplina del t.u.f., del contenuto del prospetto informativo nonché le specificazioni nel caso in cui i titoli siano offerti a investitori professionali o meno.

Il recente intervento legislativo ha però specificato molteplici aspetti che prima erano rimessi all'autonomia degli operatori. Peculiare rilevanza è data alla tipologia di crediti oggetto dell'operazione: questi debbono essere trasferiti alla società cessionaria per un importo non superiore al loro valore contabile netto alla data della cessione. L'art. 2 d.m. Economia e Finanze 3 agosto 2016 prevede inoltre che i crediti oggetto di cartolarizzazione siano

⁽⁴⁷⁾ Da Messina, *Profili evolutivi*, cit., 3.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. Gioffrè, *Le garanzie*, cit., 171 s.

⁽⁴⁹⁾ Fiscale, GACS, cit., 6.

classificati e segnalati in sofferenza in data antecedente alla cessione alla SPV.

Una grande attenzione è poi riservata – in ragione dell’operatività della GACS – all’emissione dei titoli. È previsto, infatti, che l’operazione di cartolarizzazione preveda l’emissione di titoli di almeno due classi diverse, in ragione del grado di subordinazione nell’assorbimento delle perdite. Di queste, la classe di titoli maggiormente subordinata (titoli junior) non ha diritto a ricevere il rimborso del capitale, il pagamento degli interessi o altra forma di remunerazione fino al completo rimborso del capitale dei titoli delle altre classi (senior e l’eventuale mezzanine).

È poi prevista la possibilità di concludere dei contratti accessori per la copertura finanziaria al fine di ridurre il rischio di tasso (ad esempio, contratti di swap) e linee di credito miranti alla gestione del rischio di eventuali disallineamenti fra i fondi rivenienti dagli incassi e dai recuperi effettuati in relazione al portafoglio dei crediti ceduti e i fondi necessari per pagare gli interessi sui titoli senior.

Particolare precisione è stata dedicata altresì alle caratteristiche dei titoli senior e, ove emessi, dei mezzanine, con l’indicazione delle modalità di remunerazione e rimborso del capitale. Il d.m. attuativo ha specificato che per titoli senior si intendono quei titoli di classi che non siano subordinate ad altre classi della stessa emissione. Tale condizione si verifica allorquando, conformemente alla priorità di pagamento applicabile dopo l’avvio di azione esecutiva (c.d. post-enforcement priority) e, ove applicabile, la priorità di pagamento derivante da una messa in mora (c.d. post-acceleration priority), nessun’altra classe riceve pagamenti per capitale e interessi in via prioritaria rispetto ad essa.

Da ultimo, le modalità di organizzazione dell’operazione di cartolarizzazione trovano il proprio schema preordinato ex lege anche per quel che concerne l’ordine di priorità dei pagamenti. È prevista, infatti, una rigorosa imputazione delle somme – al netto del quantum dovuto al soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti per la prestazione della propria attività – rivenienti dai recuperi e dagli

incassi realizzati in relazione al portafoglio dei crediti ceduti e dai contratti accessori ⁽⁵⁰⁾.

In questo scenario, deve ritenersi che alle operazioni di cartolarizzazione de quo possano altresì applicarsi le norme contenute nell'art. 7.1 l. 130/1999, introdotto dalla l. 21 giugno 2017, n. 96. Tale norma disciplina oggi le operazioni di cartolarizzazione dei crediti qualificati come deteriorati – ergo compresi i crediti in sofferenza (cfr. supra, §1) –, definite dalla dottrina come operazioni di «cartolarizzazione dinamica» ⁽⁵¹⁾, con un intervento legislativo che,

⁽⁵⁰⁾ In ordine, tali somme debbono essere utilizzate per soddisfare: 1) eventuali oneri fiscali; 2) somme dovute ai prestatori di servizi; 3) pagamento delle somme dovute a titolo di interessi e commissioni in relazione all'attivazione della linea di credito; 4) pagamento delle somme dovute a fronte della concessione della GACS sui titoli senior; 5) pagamento delle somme dovute alle controparti di contratti di copertura finanziaria; 6) pagamento delle somme dovute a titolo di interessi sui titoli senior; 7) ripristino della disponibilità della linea di credito, qualora utilizzata; 8) pagamento delle somme dovute a titolo di interessi sugli eventuali titoli mezzanine; 9) rimborso del capitale dei titoli senior fino al completo rimborso degli stessi; 10) rimborso del capitale dei titoli mezzanine fino al completo rimborso degli stessi; 11) pagamento delle somme dovute per capitale e interessi o altra forma di remunerazione sui titoli junior. I pagamenti dovuti ai prestatori di servizi e alle controparti di contratti per la copertura del rischio di tasso possono essere condizionati al raggiungimento di determinati obiettivi nella riscossione o recupero in relazione al portafoglio di crediti ceduti ovvero possono essere postergati al completo rimborso del capitale dei titoli senior. Altresì, la remunerazione dei titoli mezzanine può essere differita ovvero postergata al completo rimborso del capitale dei titoli senior ovvero può essere condizionata a obiettivi di performance nella riscossione o recupero in relazione al portafoglio di crediti ceduti.

⁽⁵¹⁾ Così Carrière, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in Riv. dir. banc., 11, 2017, 2, che distingue tra operazioni di «cartolarizzazione finalizzata alla ristrutturazione» (art. 7.1, commi 3° e 8°, l. 130/1999), in virtù delle quali le società di cartolarizzazione possono acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto, così formando – a giudizio del C. (op. loc. cit., 9 ss.) un confuso schema di gestione collettiva del risparmio dedicato alla gestione attiva dei crediti deteriorati passibili di ristrutturazione; e operazioni di «cartolarizzazione immobiliare» (art. 7.1, commi 4° e 5°, l. 130/1999), in cui è previsto che possa essere costituita una SPV avente come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di

sebbene sottenda l'apprezzabile ratio di offrire agli operatori nuovi strumenti di reazione al fenomeno dei non-performing loans efficaci ed efficienti, deve condividersi si presenti come parziale e disorganico⁽⁵²⁾.

4. Lo schema di garanzia di cui alla l. 49/2016 presenta una particolare complessità per la molteplicità dei soggetti coinvolti. Oltre ai soggetti tipicamente impiegati nell'operazione di cartolarizzazione, si rende necessaria la partecipazione di una molteplicità di soggetti, il che ha un forte impatto sui costi dell'operazione.

Sono infatti necessari – oltre ai soggetti tradizionalmente impiegati nelle operazioni di cartolarizzazione – innanzitutto un advisor qualificato e indipendente per il monitoraggio della conformità del rilascio della GACS.

Di centrale importanza è il ruolo attribuito nell'operazione alle agenzie di rating, che debbono valutare i titoli senior nella loro affidabilità e garanzia nella capacità del debitore di rimborsare capitale e interessi alla scadenza finale del prestito.

La valutazione deve essere affidata ad una agenzia esterna di valutazione del merito di credito (c.d. ECAI) accettata dalla Banca Centrale Europea e non deve essere inferiore all'ultimo gradino della scala di valutazione del merito di credito investment grade (usualmente non inferiore a BBB). All'agenzia di rating è garantito l'accesso ad una notevole mole di informazioni sui titoli. Questa valutazione può anche essere privata e destinata esclusivamente al Ministero dell'Economia e delle Finanze, che deve qui intendersi come committente ed unico destinatario della valutazione nonostante il corrispettivo sia a carico della società cedente proponente l'agenzia di valutazione o della società cessionaria. Una siffatta fattispecie legale di assunzione dell'altrui debito ricalca lo schema dell'accollo

cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di leasing. Le somme in qualsiasi modo rivenienti dalla detenzione, gestione o dismissione di tali beni e diritti, dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione ex art. 3 l. 130/1999, sono assimilate ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione.

⁽⁵²⁾ V. sul punto l'analisi critica di Carrière, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione*, cit., 2 ss.

(privativo) ex lege ⁽⁵³⁾, in quanto a monte dell'assunzione legale vi è un precedente accordo tra il terzo accollante (società cedente o cessionaria) e il debitore originario (lo Stato).

Inoltre, la società cessionaria deve impegnarsi a non richiedere la revoca del rating da parte delle agenzie coinvolte fino al completo rimborso del capitale dei titoli senior.

Viene così superato uno dei principali limiti della disciplina di cui alla l. 130/1999, nel quale la valutazione del merito creditizio da parte di soggetti terzi era un passaggio possibile, limitato al caso in cui i titoli fossero offerti ad investitori non professionali. La maggior o minore probabilità di riscossione dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione è fondamentale per valutare il rischio cui sono esposti i singoli investitori ⁽⁵⁴⁾.

Ancora, per quel che concerne i soggetti coinvolti, l'incaricato della riscossione dei crediti ceduti (c.d. NPLs servicer) è diverso dalla società cedente, indipendente e non appartenente al suo stesso gruppo ⁽⁵⁵⁾. L'eventuale decisione della società cessionaria o dei portatori dei

⁽⁵³⁾ Cfr. Rescigno, Accollo «ex lege», in Banca, borsa, tit. cred., 1954, 205 ss.; Messineo, Manuale di diritto civile e commerciale, III, Milano, 1959, 242; Tomassetti, Assunzione unilaterale ed espromissione ex lege, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1997, 45 ss. Non può ravvisarsi la figura dell'espromissione, nelle linee tracciate dall'Autore da ultimo citato (op. loc. cit., 46), nonché da Cass., 18 giugno 1990, n. 6131, in cui «l'effetto assuntivo è completamente autonomo da un qualsiasi accordo negoziale tra le parti e si verifica esclusivamente in forza della norma ad essa preordinata». Difatti, la fattispecie assuntiva in analisi è strettamente interconnessa alla richiesta di concessione della GACS, a cui il rilascio della valutazione dei titoli è finalizzata.

⁽⁵⁴⁾ Rordorf, Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio, in Soc., 2000, 1166.

⁽⁵⁵⁾ Nella prassi l'ipotesi della riscossione dei crediti ceduti affidata all'originator è diffusa e permette alla società cedente di recuperare – attraverso i compensi per l'attività di servicing – almeno una porzione del differenziale tra l'interesse che avrebbe ricevuto sui crediti trasferiti alla società veicolo ed il tasso di interesse più basso pagato agli investitori. In giurisprudenza v. Comm. trib. prov. Sassari, 10 giugno 2004, n. 67, in Banca, borsa, tit. cred., 2006, II, 87 ss, con nota di Scano, Credit enhancement, cit. L'A. da ultimo citato – a cui adde Rucellai, La legge sulla cartolarizzazione dei crediti, in Giur. comm., 1999, I, 420 – ha sottolineato come lo svolgimento di tale servizio è generalmente valutato favorevolmente, in quanto l'originator si trova in una posizione preferenziale rispetto ad altri soggetti per lo svolgimento dell'attività di servicing. Vedi però le considerazioni svolte infra al §5, spec. alla nt. 60.

titoli di revocare l'incarico di tale soggetto non deve però determinare un peggioramento del rating del titolo senior. Una siffatta scelta legislativa può apparire per certi versi contraddittoria, in quanto conduce giocoforza ad un incremento dei costi dell'operazione (per i compensi dovuti per il servicing, che nel caso di specie assumerebbe le vesti di un appalto di servizi, in quanto nella riscossione dei crediti in sofferenza l'attività materiale prepondera su quella giuridica) ⁽⁵⁶⁾ che confligge con i fini di acquisizione di liquidità che animano le operazioni di cartolarizzazione e la stessa introduzione della GACS e che può cagionare confusione nei debitori ceduti col rischio di un rallentamento dei flussi di cassa, se non di un mancato recupero dei crediti ⁽⁵⁷⁾.

Si ritengono poi necessari una società di revisione che certifichi l'eliminazione contabile dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione dalla contabilità della banca nonché, sebbene ciò non sia esplicitamente richiesto ⁽⁵⁸⁾, un professionista che predisponga la documentazione e confermi – con un parere pro veritate – la validità del regolamento dei titoli senior e l'insussistenza di quelle cause che possano comportare l'inefficacia della GACS.

5. La recente crisi finanziaria ha rivelato che un comportamento irresponsabile da parte degli operatori del mercato può mettere a rischio le basi del sistema finanziario, portando ad una mancanza di fiducia tra tutte le parti coinvolte – in particolare i risparmiatori – e a conseguenze potenzialmente gravi sul piano socioeconomico. Nonostante ciò, non si è saputa sfruttare l'occasione per sviluppare e ripensare l'approccio al mercato, con la politica succube dell'economia e quest'ultima sottomessa «ai dettami e al paradigma efficientista della tecnocrazia» ⁽⁵⁹⁾.

⁽⁵⁶⁾ Così Sepe, *La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, 568.

⁽⁵⁷⁾ Cfr. Scano, *Credit enhancement*, cit., 125.

⁽⁵⁸⁾ Ma si conviene con le osservazioni di Fiscale, *GACS*, cit., 10 circa l'opportunità di questa figura.

⁽⁵⁹⁾ La dottrina sociale della Chiesa Cattolica è stata molto attenta al fenomeno: così Papa Francesco nell'Enciclica *Laudato Si'*, Città del Vaticano, 2015, n. 189. Sulla patologia del rapporto tra etica e mercato v. Cardia, *Diritto, etica, mercato*, cit., 72 s., il quale pone in evidenza come «il cordone ombelicale tra etica, diritto, mercato» sia «la più solida garanzia non solo perché l'uomo non si riduca a essere

In questo contesto, la GACS – per quanto un intervento dello Stato in maniera così decisa e incisiva sui mercati rappresenti decisamente un unicum per i nostri tempi – assicura ai risparmiatori maggiori garanzie, migliorandone la posizione. Anche questo è un modo per incoraggiare il risparmio, come esplicita l'art. 47 cost.

La finalità principe della GACS è quella di assistere le banche italiane nella cartolarizzazione e nella cancellazione dei prestiti in sofferenza dai loro bilanci, nell'obiettivo di attrarre un'ampia gamma di investitori, incentivare le banche a recuperare i prestiti in sofferenza nel più breve tempo possibile e incrementarne la liquidità.

Lo Stato, nel prestare la propria garanzia assume un rischio limitato, operando solo su quei titoli caratterizzati da un'elevata qualità creditizia e solo dopo che sarà stata venduta oltre la metà della tranche junior. Ciò significa che l'intervento statale è subordinato alla reazione del mercato a quei titoli che presentano un rischio più elevato e non sono garantiti.

Da ultimo, il fatto che la remunerazione dello Stato per il rischio assunto sia a livelli di mercato supporta l'esclusione della configurabilità della GACS come aiuto di Stato. Se ciò nelle intenzioni del legislatore è mirato a condurre ad aumentare l'efficienza e la probabilità del recupero dei prestiti in sofferenza, quest'ultimo fine può scontrarsi con le accennate possibili inefficienze conseguenti alla designazione di un NPLs servicer esterno.

Nondimeno, però, l'affidamento dell'attività di servicing ad un soggetto terzo e indipendente consente di evitare sia un riflusso di rischio in capo all'originator (la cui compatibilità con la tecnica della securitization appare quantomeno distonico) ⁽⁶⁰⁾, sia deplorevoli

nemico agli altri uomini per la propria esclusiva soddisfazione, ma perché il lavoro dei singoli e della collettività, la legittima accumulazione di ricchezza, raggiungano traguardi sempre più grandi a favore del benessere e della crescita di tutta la famiglia umana». Sul tema v. anche Capriglione, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari, 2004, passim.

⁽⁶⁰⁾ E la prassi dei mercati, specie anglosassoni, evidenzia come sia raccomandabile che l'originator non assuma la funzione di servicer ovvero, qualora ricopra questa funzione, nel servicing agreement deve essere specificato che egli agisce non in proprio, ma in qualità di agent della società veicolo. Ancora, il contratto dovrebbe inoltre prevedere che all'originator-servicer venga corrisposto un compenso fisso e non parametrato ai crediti recuperati, in quanto – per l'appunto – è considerato incompatibile con la causa della cartolarizzazione che il cedente assuma

operazioni di camuffamento dei bilanci bancari ⁽⁶¹⁾, definitivamente raggiungendo la eliminazione da questi ultimi e la traslazione sul mercato dei crediti deteriorati, perseguita per l'appunto con l'operazione di cartolarizzazione ⁽⁶²⁾.

La GACS assume però ancor più rilevanza se si pone in evidenza la sua stretta interconnessione con il c.d. decreto banche e con le misure ivi contenute in tema di garanzie mobiliari e velocizzazione del recupero dei crediti, che permette di velocizzare i tempi di recupero dei crediti deteriorate e rendere più economiche e con minori ostacoli le relative procedure esecutive.

In questo scenario, è possibile anche superare le riserve di chi aveva ravvisato nella GACS uno strumento utile, ma insufficiente per sbloccare e dare una svolta decisa al mercato degli NPLs nel nostro ordinamento ⁽⁶³⁾.

È forse vero che la precisa scelta legislativa di non conferire autonomia alla garanzia statale rispetto al rapporto fondamentale è una scelta «che va nella direzione opposta rispetto alle esigenze di certezza che gli investitori solitamente ricercano in una garanzia statale» ⁽⁶⁴⁾, ma nell'orditura che sta ridisegnando un nuovo sistema delle garanzie per il sistema bancario si sta assistendo ad un risoluto e rinnovato favor argentariorum.

Pegno non possessorio, finanziamento alle imprese garantito dall'alienazione dell'immobile concesso in garanzia sospensivamente condizionata all'inadempimento del debitore (art. 47-bis t.u.b.), patto

un rischio connesso a crediti oramai ceduti. È infine fondamentale l'adozione di sistemi di individuazione e rendicontazione che consentano di preservare la separazione dei crediti recuperati dal patrimonio della società cedente. In argomento cfr. Scano, *Credit enhancement*, cit., 128 s.

⁽⁶¹⁾ In quanto non vi sarebbe una reale traslazione del rischio: cfr. Sepe, *La cartolarizzazione*, cit., 543 ss.; Fauceglia, *La cartolarizzazione*, cit., 50.

⁽⁶²⁾ V. le conclusioni di Scano, *Credit enhancement*, cit., 128 s., il quale afferma che «la cartolarizzazione (...) deve contraddistinguersi per una effettiva cessione dei crediti al veicolo; per un'effettiva acquisizione di liquidità; per l'allontanamento dalla sfera dell'originator del rischio di mancato realizzo dei crediti ceduti, da spostare sugli investitori». Sul punto v. anche Sepe, *La cartolarizzazione*, cit., 543.

⁽⁶³⁾ Così Fiscale, *GACS*, cit., 10.

⁽⁶⁴⁾ In tali termini, ancora, Fiscale, *GACS*, cit., 10.

marciano ⁽⁶⁵⁾ da un lato, GACS dall'altro, sono gli estremi di un percorso finalizzato in definitiva non solo ad incentivare le banche a recuperare i prestiti in sofferenza, ma a conferire loro strumenti atti a ciò maggiormente efficaci.

⁽⁶⁵⁾ Oltre alla fattispecie di cui all'art. 47-bis t.u.b. si veda, a tal proposito, anche il nuovo art. 120-quinquiesdecies, comma 3°, t.u.b., introdotto dal d.lgs. 21 aprile 2016, n. 72 di attuazione della direttiva 2014/17/UE in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, il quale – tenuto conto del divieto di patto commissorio ex art. 2744 c.c. – prevede la possibilità che, in caso di inadempimento del mutuatario-consumatore (concretantesi nel mancato pagamento di un ammontare pari a diciotto rate mensili), la restituzione delle somme ovvero il trasferimento del bene immobile oggetto di garanzia ipotecaria o dei proventi della vendita del medesimo bene alla banca comporta l'estinzione dell'intero debito a carico del consumatore derivante dal contratto di credito.

Finanza comportamentale e scenari probabilistici: brevi riflessioni sul KID

1. Introduzione

Oggetto del presente lavoro è una breve analisi del KID (*Key Information Document*), di cui al Reg. (UE) 1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio, integrato dal successivo Reg. del. (UE) 653/2017 della Commissione; tali Regolamenti sono richiamati, a loro volta, dalla delibera Consob 20250 del 28 dicembre 2017, con la quale viene introdotto il Capo IV-*bis* del Reg. Consob n. 11971/1999 che individua, fra l'altro e specificamente, termini e modalità di notifica del KID all'Autorità di vigilanza¹.

Le indicate disposizioni normative interessano i cc.dd. PRIIPs, ossia i *packaged retail investment and insurance-based investments products* (prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati)², la cui disciplina è stata introdotta, sostanzialmente, al fine di ristabilire, anche attraverso una adeguata informativa pre-contrattuale, la fiducia dei risparmiatori nei confronti del mercato finanziario.

In tale contesto si inserisce, per l'appunto, il KID, ossia il documento, elaborato dai *manufacturers* dei PRIIPs, contenente la sintesi dei principali elementi caratterizzanti il prodotto finanziario, tali da consentire all'investitore di valutare consapevolmente la scelta d'investimento.

Pare opportuno precisare che, alla determinazione del contenuto del KID, si è giunti all'esito di un test condotto su risparmiatori di varie nazioni (documento elaborato sulla base del primo dei citati Regolamenti): tale studio, definito "*Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged*

¹ Sul punto si vedano anche le "Istruzioni operative per la notifica dei KID dei PRIIPs" adottate dalla stessa Consob, nonché la "Relazione illustrativa delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori", del 29.12.2017.

² Tali prodotti sono definiti dall'art. 4 del Reg. 1286 cit. che, all'art. 2, par. 2, specifica a quali strumenti finanziari il regolamento non si applica.

retail and insurance-based investment products”³ (da ora in avanti: *Consumer testing*), era diretto, sostanzialmente, ad individuare le informazioni da fornire agli investitori, attraverso la somministrazione di differenti modelli di KID, al fine di giungere al modello che meglio consentisse loro di comparare, e selezionare, i prodotti di investimento maggiormente confacenti alle loro esigenze di investimento.

Lo studio è stato strutturato in due fasi: nella fase I i vari elementi del KID (rischi, *performance* e costi) sono stati testati separatamente; nella fase II si è testato il KID “completo”, somministrando ai risparmiatori (scelti fra gli acquirenti –o potenziali acquirenti- di PRIIPs) differenti versioni dello stesso.

Entrambe le fasi di studio (I e II) si differenziano per un approccio “quantitativo” e “qualitativo”, con il primo intendendosi, in sintesi, un sondaggio su larga scala, rivolto ai consumatori di dieci Stati membri dell’UE; con il secondo, invece, una “implementazione” del primo focalizzata su un gruppo più ristretto di investitori di sei Paesi dell’UE, per effettuare un esame più dettagliato di alcuni aspetti già esaminati durante la fase “quantitativa”.

Il *Consumer testing* ha accertato che, nella fase “quantitativa”, è risultato più utile un “approccio” semplificato, ossia basato su informazioni non troppo dettagliate, ciò consentendo una migliore comprensione delle informazioni chiave.

Anche -in tale ottica, si è giunti al modello su sette livelli di rischio, indicati in linea orizzontale invece che in verticale⁴, preferendosi poi, nell’evidenziare il livello di rischio, evitare il colore rosso, che avrebbe rappresentato un segnale di pericolo, *in pro* di un colore neutro (giallo) atteso, altresì, che la rappresentazione con il colore rosso avrebbe allontanato gli investitori dai prodotti più rischiosi, che pure avrebbero potuto essere, per loro, “appropriati”.

Con riferimento agli scenari di *performance*, il *Consumer testing* ha rilevato che si è preferita la rappresentazione di tre possibili

³ MARKT/2014/060/G for the implementation of the Framework Contract n° EACH-2011-CP-O1 Final Report. Si v., in particolare, l’Executive summary dello stesso.

⁴ Come, ad esempio, quella utilizzata per i valori energetici (v. p. 14 del *Consumer testing*); si osserva, inoltre, a p. 66 del *Consumer testing*, che la rappresentazione su scala verticale induce alcuni investitori a classificare il prodotto come “buono” o cattivo”, invece che più o meno rischioso.

scenari, su tre orizzonti temporali, con la indicazione della durata raccomandata, rispetto a quella con un singolo orizzonte temporale: rappresentazione per scenari temporali che si è preferita, altresì, al grafico “a linea”, al “*funnel of doubt*” e a quello “a barre”. Il Reg. 653 (All. V), ha aggiunto, ai 3 scenari suggeriti (negativo, neutrale e positivo), quello definito “di stress”.

In relazione ai costi, il *Consumer testing* prevede due tabelle: dalla prima risultano i costi di ingresso, annuali e di uscita, sia in termini percentuali che monetari; dalla seconda, la loro incidenza (in percentuale e monetaria) in relazione al tempo dell’investimento, scandito in tre periodi temporali, indicati in anni.

L’All. VII al Reg. 653 sembra recepire solo parzialmente le indicazioni del *Consumer testing*, non prevedendo la indicazione monetaria dei costi (Tabella 1); più articolato è, invece, il sistema dei costi in percentuale, prevedendosi, fra quelli *una tantum*, i costi di ingresso e di uscita; fra quelli correnti, i costi di transazione del portafoglio⁵ e “gli altri costi correnti”⁶; gli oneri accessori, infine, vengono ripartiti in commissioni di *performance*⁷ e di *overperformance* (“*carried interests*”)⁸ (Tabella 2). Non viene però indicato, nel richiamato Allegato, il valore complessivo dell’investimento al lordo e al netto dei costi -pure previsto nel *Consumer testing*-, che avrebbe costituito, ritengo, un utile e sintetico riferimento per l’investitore. Inoltre, la indicazione di essi costi in relazione al periodo dell’investimento pare meno dettagliata, prevedendosi il loro impatto sul rendimento in caso di “uscita” dall’investimento entro il primo anno, oppure, in generale, prima o dopo il periodo raccomandato, e non in base ai singoli anni in cui lo strumento finanziario viene detenuto.

⁵ Definiti come “impatto dei nostri costi di acquisto e vendita degli investimenti sottostanti per il prodotto”.

⁶ Definiti come quelli sostenuti per gestire gli investimenti e quelli di cui alla Sez. II.

⁷ Trattenuti ove la performance del prodotto superi il suo parametro di riferimento.

⁸ Trattenuti ove la performance sia superiore a x%.

2. Alcune considerazioni di “finanza comportamentale” sul KID: la rappresentazione del rischio

2.1 I “colori” e i “termini” del KID

Fatta questa sintetica premessa sugli elementi caratterizzanti il KID, può procedersi con qualche breve considerazione in merito ad esso.

Innanzitutto, la previsione degli scenari probabilistici rafforza l’idea che “la finalità della trasparenza informativa sul profilo di rischio dei prodotti di investimento *non-equity* è quella di consentire agli investitori l’assunzione di scelte d’investimento consapevoli”⁹, collocandosi tra gli strumenti di *empowerment* del risparmiatore, con i quali egli viene “educato” a “fronteggiare gli errori” attraverso, ad esempio, la pubblicazione di tavole sinottiche. Tale approccio, pur condivisibile, non appare di per sé sufficiente ad evitare gli errori di investimento: pertanto, “non basterebbe informare ed educare, ma occorrerebbe anche tener conto degli errori nella definizione delle informazioni e degli strumenti di educazione finanziaria”¹⁰.

Quanto detto si inserisce nel più ampio discorso della precisa scelta di riduzione e semplificazione dei carichi informativi in *pro* di un linguaggio “scritto, non tecnico, chiaro e conciso”¹¹.

⁹ M. MINENNA-G. M. BOI-A. RUSSO-P. VERZELLA-A. OLIVA, *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti d’investimento non-equity*, in *Quad. Consob* n. 63/2009, p. 1, ove già si evidenziava (p. 12) l’opportunità di un intervento normativo, a livello comunitario, che rendesse, attraverso un’unica direttiva, uniforme la disciplina della trasparenza informativa, evitando “gli eventuali arbitraggi normativi potenzialmente creati da scelte del legislatore nazionale, come ad esempio è avvenuto in Italia per i prodotti finanziario assicurativi”. In tale ottica, “un’efficace trasparenza sui rendimenti potenziali, sull’orizzonte temporale d’investimento consigliato e sui profili di rischio e onerosità dei prodotti consentirà, in presenza di opportuni presidi normativi, una maggiore prevenzione di episodi di scorrettezza i cui effetti possono essere mitigati solo in parte da provvedimenti sanzionatori assunti in un momento successivo”.

¹⁰ N. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, a cura di U. Morera e F. Vella, Bologna, 2012, p. 12 s.

¹¹ D. ROSSANO, *Il contributo delle scienze cognitive nella valutazione della propensione al rischio*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 92 s.

Condivisibile appare, pertanto, la scelta di riassumere, in un documento sintetico (il KID per l'appunto), le principali informazioni da fornire al potenziale investitore, evitando un eccesso delle stesse, se non altro perché informare molto non significa (non sempre, almeno) informare meglio. Analizzando, infatti, più studi condotti sul tema, si è rilevato che “anche gli investitori più informati registrano *performance* inferiori e possiedono portafogli meno diversificati. Avere accesso a un *set* informativo più ampio aumenta l'*overconfidence* perché accentua l'illusione di conoscere il mercato azionario”¹²; inoltre, “non necessariamente maggiore informazione corrisponde a migliori decisioni. L'attenzione è, infatti, limitata così come limitata è l'abilità degli individui di raccogliere ed interpretare le informazioni. Troppe informazioni possono generare fenomeni di *information overload* e possono al contempo indebolire la percezione degli elementi veramente importanti. Kruschke e Johansen (1999) mostrano, in particolare, che le informazioni entrano in competizione (*cue competition*) e quelle più evidenti (*salient*) dominano e distraggono l'attenzione da quelle rilevanti ai fini della decisione”¹³,

¹² E. M. CERVELLATI-P. FATTORI-P. PATTINONI, *Caratteristiche socio-demografiche e “trading” degli investitori individuali: nuove evidenze sul caso italiano*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 151. Si è, poi, osservato che quando è stata paventata, ad alcune persone alle quali era stato inviato un prospetto informativo semplificato, relativo ad alcuni fondi di investimento, la possibilità di ricevere detto prospetto nel formato completo, l'opzione è stata esercitata da un numero poco significativo di soggetti. Si è, in tal modo, dimostrata “da una parte, la scarsa rilevanza nel processo decisionale di un bagaglio informativo più ampio, dall'altra, l'efficacia di una scheda prodotta e/o di un prospetto alleggerito; in secondo luogo, il comportamento degli investitori non appare influenzato dal modo in cui vengono fornite le informazioni, evidenza che rafforza la convinzione che una decisione efficace può essere assunta anche con un set informativo semplificato, grazie a cui, peraltro, l'investitore risparmia tempo e fatica”: così B. ALEMANNI, *Pensioni, comportamenti e regole*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 180.

¹³ N. LINCiano, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, in AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del convegno Consob-LUISS, Roma, 4 giugno 2010, in *Quad. Consob* n. 68/20122, p. 85. Sul tema dell'informazione in ambito finanziario cfr. anche E. GIRINO, *L'inspiegabile riduzione della trasparenza sul rischio finanziario: realtà normativa ed equivoci europeisti*, in questa *Rivista*, 2, 2013, p. 1 ss., il quale

con eventuali rischi, aggiungerei, di “dissonanza cognitiva”¹⁴: “l’informazione fa male alla conoscenza”, si è –forse con un pò di enfasi- osservato¹⁵.

A tale discorso se ne ricollega un altro, relativo al *modus* con cui le informazioni vengono fornite, atteso che la percezione delle stesse da parte dell’investitore dipende anche da come gli vengono somministrate, ove si osservi che “numerosi studi e ricerche [...] hanno dimostrato come i giudizi e le scelte finanziarie varino addirittura a seconda delle modalità di rappresentazione <estetica> delle opzioni di scelta e migliorino sensibilmente nel caso in cui la rappresentazione stessa avvenga mediante grafici”¹⁶.

Da tale punto di vista, il KID pare presentare alcune carenze.

Il primo appunto da farsi al documento attiene proprio alla rappresentazione “grafica” del rischio.

Si è, infatti, detto che si è, scientemente, evitato il colore rosso perché questo avrebbe potuto interpretarsi come “*danger warning*”, nonostante un più elevato livello di rischio possa essere appropriato per un investitore esperto¹⁷: in altri termini, l’uso del colore rosso potrebbe far desistere il risparmiatore dall’acquistare il prodotto finanziario, a prescindere dalle sue competenze e conoscenze.

Può, a ciò, obiettarsi che scopo del KID non può essere quello di far sì che il cliente acquisti “in ogni caso” il prodotto, in un certo senso sminuendo, con una grafica accorta, i reali rischi dell’investimento: così prospettato, il KID potrebbe non apparire “neutro”. Sarebbe stato, quindi, opportuno evidenziare con il colore rosso se non gli ultimi, almeno l’ultimo livello di rischio, ossia quello

evidenzia l’importanza dell’informazione in termini “qualitativi” più che “quantitativi”, anche in relazione al “tempo decisionale”.

¹⁴ Ossia quel particolare fenomeno che, com’è noto, si verifica –semplificando– quando un soggetto si trova ad avere due cognizioni (opinioni, conoscenze, credenze) in contrasto fra loro, ossia “incoerenti”. Sul tema v. L. FESTINGER, *Teoria della dissonanza cognitiva*, Milano, 2010 (rist.), *passim*.

¹⁵ Da N. N. TALEB, *Il cigno nero. Come l’improbabile governa la nostra vita*, Milano 2008, p. 158, il quale osserva (p. 159) come “uno degli effetti principali dell’informazione” sia “l’ostacolo alla conoscenza”.

¹⁶ U. MORERA- E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole...ma soprattutto persone*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 23.

¹⁷ Si v. la p. 3 dell’*Executive summary*.

corrispondente al n. 7¹⁸, anche perché difficilmente un investitore esperto si lascerebbe “spaventare” da un colore di particolare evidenza: in tal modo, paradossalmente, per tutelare l’investitore più avveduto –ossia per evitare che questi rifugga dall’investimento- si potrebbero danneggiare quelli che avveduti lo sono di meno.

Tale mancanza di “neutralità”, o meglio la percezione che di tale mancanza può aversi, potrebbe uscire rafforzata ove si passi ad esaminare le prospettive di rendimento.

È agevole rilevare, infatti, come nel caso di scenario “sfavorevole” o “di stress”, non sia mai richiamata la parola “perdita”, utilizzando sempre il termine “rendimento medio” (“*average return*”), anche nel caso in cui questo rendimento possa risultare negativo¹⁹.

Orbene, se da un lato deve rilevarsi come un rendimento, per definizione, non possa essere negativo, dall’altro potrebbe non apparire peregrina l’idea che si sia voluto, scientemente, evitare il richiamo al termine “perdita” (analogamente a quanto si è visto accadere con il colore rosso), al fine di eliminare alcuni effetti sulla percezione del rischio da parte dell’investitore. Utilizzando tale termine, infatti, si sarebbe potuto avere il c.d. “effetto ancoraggio”, che si verifica, com’è noto, “quando le persone, dovendo assegnare un valore a una quantità ignota, partono, per farlo, da un determinato valore disponibile”²⁰ e assegnano, quindi, un valore preponderante all’elemento iniziale della valutazione: in quest’ottica, parlare di rendimento invece che di perdita, potrebbe ingenerare nel cliente – almeno nel primo “contatto” con il prodotto finanziario- la convinzione che un rendimento, per l’appunto, comunque ci sia, inducendolo a soffermare la sua attenzione su tale vocabolo, senza consentirgli di comprenderne la piena e reale portata. Peraltro, nella fase di approccio ad una informazione –nella specie, all’investimento-

¹⁸ Si ricorda a noi stessi che il livello di rischio va da un minimo di 1 a un massimo di 7. Evidenzia i vantaggi della “informazione numerica” nel KID per “l’immediatezza nella percezione del rischio finanziario e la possibilità di comparare immediatamente diversi prodotti indicizzati secondo le stesse metodologie (uguali per tutti gli ideatori dei prodotti e stabiliti negli standard tecnici comunitari)” A. LUPOI, *Il tramonto dell’informazione letterale, l’alba dell’informazione numerica?*, in questa *Rivista*, 4, 2017, p. 6.

¹⁹ Si v., ad esempio, la p. 6 dell’*Executive summary*.

²⁰ D. KAHNEMAN, *Pensieri lenti e veloci*, Milano, 2017 (rist.), p. 159.

ciò che si attiva immediatamente, nella mente dell'osservatore, è il c.d. "sistema 1", definito come quello che "opera in fretta e automaticamente, con poco o nessuno sforzo e nessun senso di controllo volontario", così rischiandosi di innescare un procedimento euristico con cui si giunge alla decisione sulla scorta di una intuizione affrettata e di informazioni insufficienti; il "sistema 1" si differenzia chiaramente dal c.d. "sistema 2" che, invece, "indirizza l'attenzione verso le attività mentali impegnative, che richiedono focalizzazione, come i calcoli complessi. Le operazioni del sistema 2 sono molto spesso associate all'esperienza soggettiva dell'azione, della scelta e della concentrazione"²¹.

L'utilizzazione del termine "perdita" potrebbe, quindi, suscitare una sorta di allerta già nel sistema 1 atteso, altresì, che "siamo più spinti a evitare le perdite che a ottenere guadagni"²², e che "le strategie e le scelte di investimento non sono [...] assunte sulla base di una percezione neutrale del rischio ma sono, al contrario, normalmente determinate dall'istinto di avversione alle perdite, il quale consiste nella maggiore motivazione (collegabile allo stesso istinto di sopravvivenza) ad evitare una perdita, piuttosto che a realizzare un guadagno"²³. Si è, infatti, accertato che "la reazione a una perdita è sistematicamente più forte della reazione a un guadagno di pari importo. In ambito sperimentale è emerso che il dispiacere legato a una perdita e il piacere derivante da un guadagno di uguale ammontare è stimabile intorno a 2:1"²⁴. Tale problematica (dell'avversione alle perdite) aumenterebbe ulteriormente nel caso in cui –come pure sarebbe possibile– venisse prospettato un rendimento "negativo" che, in presenza di scenari particolari, possa addirittura

²¹ D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 121 ss. E v. anche, di recente, sul più ampio tema della "*behavioral theory of decisions*", F. GRECO, *The analysis of choice in the decision-making process of the agents*, in *Business Ethics and Leadership*, Vol. 1, Issue 4, 2017, p. 22 ss. Definiscono "impulsivo" il sistema 1 e "riflessivo" il sistema 2 R. THALER- C. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile*, Milano, 2014, p. 27 ss.

²² D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 407; e v. già le pp. 380 ss., per un più ampio esame della problematica solo accennata nel testo; R. THALER- C. SUNSTEIN, *op. cit.*, p. 42.

²³ U. MORERA- E. MARCHISIO, *op. cit.*, p. 23, ove rife.

²⁴ N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quad. Consob* n. 66/2010, p. 14 s.

superare il risultato positivo atteso²⁵.

Quanto, finora, detto (colori e termini utilizzati, rappresentazione del rischio e del rendimento) si inserisce nella più ampia problematica del c.d. “effetto *framing*” (o di inquadramento), in base al quale “modi diversi di presentare le stesse informazioni spesso suscitano emozioni diverse”²⁶: “l’inquadramento può essere effettuato dal soggetto agente oppure dal terzo che fornisce l’informazione (media, consulenti, venditori, ecc.) e può derivare da errori logici e di ragionamento, confusione, informazioni errate e/o incomplete che inducono all’adozione di un solo punto di vista, ossia ad una rappresentazione semplicistica e “selezionata” delle alternative rispetto alle quali bisogna prendere una decisione”²⁷: “ci sono informazioni e informazioni” e “sono tutt’altro che indifferenti in relazione all’obiettivo dato il mezzo utilizzato per trasmetterle e le modalità concrete della comunicazione”²⁸.

In tale ottica, pertanto, il KID avrebbe potuto essere migliorato.

Diversamente, apprezzabile appare l’aver posto in risalto, inserendolo al primo livello nella indicazione del rischio, lo scenario “di stress”, considerato che sulla percezione del cliente incide anche l’ordine con cui i rendimenti vengono esposti.

²⁵ Si pensi al caso in cui si prospetti al cliente la possibilità di guadagnare 50 su 100 (scenario favorevole), ma contestualmente di perdere 70 su 100 (scenario sfavorevole) o, peggio, l’intero investimento, seppur tali scenari abbiano una remota possibilità di verificarsi: non è inipotizzabile che, per quanto esposto nel testo, il cliente decida di non acquistare il prodotto finanziario.

²⁶ D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 118.

²⁷ N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit., p. 15.

²⁸ G. GRISI, *Gli obblighi informativi quali rimedio dei fallimenti cognitivi*, in AA.VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. Roques Elgueta e N. Vardi, Roma, 2014, p. 62. Ciò tanto più considerando –oltre a quanto si è osservato sul rapporto fra “sistema 1” e “sistema 2”- quanto recenti e ancora attuali siano gli effetti della crisi finanziaria degli anni 2007-2009 e, in Italia, anche quelli del c.d. “risparmio tradito” collegato al salvataggio di alcune banche. Tale sistema potrebbe attivare la c.d. “euristica della disponibilità”, con la quale le scelte che dobbiamo effettuare subiscono l’incidenza della facilità con cui gli esempi ci vengono in mente (D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 174).

3. La prospettazione degli scenari e il rendimento atteso

Un ulteriore problema di percezione del rischio potrebbe aversi in merito allo scenario che dovrà realizzarsi affinché si concreti il rendimento atteso e si realizzi, quindi, al meglio l'interesse del risparmiatore: certamente tale non sarà lo scenario "favorevole", considerato che, per far sì che il cliente percepisca il rendimento atteso, non devono profilarsi eventi negativi sui mercati finanziari.

Detto in altri termini, ipotizzare un rendimento del 3% in caso di scenario favorevole significa rappresentare, da un lato, che difficilmente l'investitore potrà percepire un rendimento maggiore; dall'altro, che per raggiungere tale rendimento non devono verificarsi eventi negativi durante il percorso dell'investimento; *mutatis mutandis*, ove sia previsto un rendimento positivo in ipotesi di scenario sfavorevole, o addirittura di stress, è proprio su questo prodotto che al risparmiatore potrebbe convenire investire, atteso che il ritorno minimo sarebbe quasi garantito, con maggiori margini di apprezzamento per il rendimento "ulteriore".

Resta inteso che tale ragionamento dovrà farsi analizzando, casisticamente, i singoli rendimenti attesi. La valutazione delle performance dovrà, in altri termini, essere effettuata confrontando i singoli rendimenti in base ai diversi scenari prospettabili alla luce del KID nel suo complesso, e non in termini assoluti riferendosi agli scenari, separatamente considerati, indicati nel documento stesso²⁹.

Si aggiunga a ciò una ulteriore difficoltà per l'investitore: il rendimento atteso è calcolato facendo una media relativa agli anni di investimento, e non anno per anno: arduo pertanto (se non impossibile) sarà per il cliente calcolare il rendimento ove volesse vendere il prodotto, ad esempio, al quarto anno.

4. Il tempo della valutazione

Altro elemento significativo è il "tempo" di cui l'investitore dispone per decidere se procedere o meno con l'investimento,

²⁹ Alla p. 180 del *Consumer testing* si evidenzia, che "in Germany was not clear whether the negative/positive scenario were actually the <best-case>/<worse-case> scenarios".

rilevante sia per i *Considerando* n. 23, 25, 26 e 27, che per l'art. 17 del Reg. 653, rubricato, per l'appunto, "Condizioni relative al tempo utile".

Il legislatore comunitario, con formule "aperte", non individua un tempo minimo o massimo per valutare l'operazione, essendo questo legato a parametri sia soggettivi, relativi alla posizione dell'investitore, che oggettivi, inerenti alla complessità del PRIIP.

Parte della dottrina ha mostrato il suo scetticismo in merito alla importanza del tempo da dedicare alla valutazione dell'investimento, "non tanto perché la concessione del termine non implica, per ciò solo, l'esame del contratto, quanto piuttosto perché nel momento in cui ci si è rivolti ad un intermediario per richiedere copia del contratto si è già sostenuto un <costo sommerso> (*sunk cost*) derivante dal tempo impiegato per recarsi presso i suoi uffici e, pertanto, salvo che il contratto non sia palesemente svantaggioso, il c.d. <effetto costi sommersi> (*sunk cost effect*) porterà l'individuo a stipulare il contratto senza verificare le alternative presenti sul mercato chiedendo, ad esempio, copia del contratto a più intermediari e confrontandone il contenuto"³⁰; peraltro, neppure può trascurarsi l'importanza che il tempo è suscettibile di rivestire per una valutazione meditata dell'investimento.

In realtà, la norma potrebbe creare più problemi di quanti ne intenda risolvere, per due ordini di ragioni: il primo, per la assoluta aleatorietà della disposizione che, pur lodevole per il risultato a cui mira, rischia, di fatto, di creare un buco nero nel quale il tempo potrebbe assumere il valore di variabile indipendente e del tutto incontrollabile, la cui valutazione sarebbe rimessa, in caso di controversia, al giudice (e ancor prima al CTU), il quale verrebbe chiamato non solo a vagliare la complessità dell'investimento, ma a tentare di desumere da questa il tempo necessario a stimare la convenienza dell'investimento stesso (par. 2, lett. a) e b) del Reg. 653)³¹.

³⁰ U. MORERA- E. MARCHISIO, *op. cit.*, p. 47; ciò anche alla luce del rilievo che il soggetto dà alle "risorse già impegnate e non più recuperabili": così R. CATERINA, *Psicologia della decisione e tutela del consumatore*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 74.

³¹ Con le conseguenti, e ulteriori, problematiche connesse alla "irrazionalità" del giudice: così U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di*

Ma ancor più pericolosa pare essere la prescrizione di cui alla lett. c), nella quale si prevede che dovrà valutarsi, “se la consulenza o la vendita avvengono su iniziativa dell’investitore al dettaglio, l’urgenza esplicitamente espressa da quest’ultimo di concludere il contratto o accettare l’offerta proposti”³²: non mi sentirei di escludere –tutt’altro– una riduzione significativa dei tempi di sottoscrizione, giustificata proprio in base alla lett. c), in relazione, ad esempio, al prezzo particolarmente “vantaggioso” del prodotto finanziario³³, in uno alla necessità del cliente di remunerare velocemente il capitale a condizioni più vantaggiose rispetto ad un conto corrente o ad un conto deposito.

Resta da chiedersi se la individuazione del tempo necessario per la valutazione dell’investimento possa comportare una qualche forma di responsabilità a carico dell’intermediario; con i Regolamenti in esame, probabilmente, l’adeguatezza e l’appropriatezza dell’investimento si sono arricchiti di un ulteriore profilo: il tempo necessario a valutare l’investimento. Ritengo che tale valutazione non possa essere posta, unilateralmente, a carico dell’investitore, atteso che essa si ricollega, inevitabilmente, alla rischiosità dell’investimento, su cui non può non incidere il parere dell’intermediario: questi, in base alle informazioni relative al prodotto e alla situazione del cliente (più o meno “esperto”), dovrà anche calcolare, certo con qualche approssimazione, il “tempo giusto” affinché il risparmiatore stimi, scientemente, il rischio. Prevede, infatti, il par. 2, art. 17, del Reg. 653, che nella valutazione del tempo necessario per valutare il prodotto, l’intermediario deve considerare “le conoscenze e le esperienze dell’investitore al dettaglio per quanto riguarda il PRIIP in questione o PRIIP di natura simile o con rischi simili a quelli derivanti dal PRIIP in questione” (lett. a), nonché “la complessità del PRIIP” stesso (lett.

tutela, in AA.VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, cit., p. 209.

³² Salvo poi il rischio di contenzioso fondato sulla negazione, da parte del cliente, di aver reso scientemente quella dichiarazione, alla quale pure potrebbe essere stato “indotto” dal funzionario di turno della banca.

³³ È questa l’opzione che sembra rilevare per il *Considerando* n. 27 del Reg. del. 653, laddove si afferma che “nella valutazione del criterio del tempo utile si dovrebbe considerare anche l’urgenza della situazione, ad esempio nel caso in cui sia importante che l’investitore al dettaglio acquisti un PRIIP a un determinato prezzo e tale prezzo sia sensibile alla tempistica dell’operazione”.

b).

Peraltro, sulla stima del tempo potranno incidere anche gli errori cognitivi/comportamentali che possono colpire lo stesso consulente³⁴, il quale potrebbe non avere una percezione “oggettiva” del rischio, tanto più ove si consideri che il regolatore poco interesse dedica a chi informa il cliente: “le persone che indirizzano, consigliano e negoziano le scelte di investimento non ricevono un’attenzione, da parte del legislatore, che miri a richiedere loro livelli di esperienza e di <compatibilità> crescenti al crescere del grado di tutela che si vuole riconoscere all’investitore”³⁵.

5. *La revisione del documento*

L’art. 16 del Reg. 653 prevede che gli ideatori del PRIIP rivedano “senza indebiti ritardi il documento contenente le informazioni chiave qualora da un riesame di cui all’articolo 15 risulti che è necessario modificare il documento”.

L’art. 15 dispone, a sua volta, che “gli ideatori di PRIIP riesaminano le informazioni che figurano nel documento contenente le informazioni chiave ogniqualvolta intervengano cambiamenti che incidono o potrebbero incidere significativamente sulle informazioni che vi figurano, e comunque almeno ogni dodici mesi successivamente alla data della pubblicazione iniziale del documento”: fra questi cambiamenti rilevano in particolare –per quel che in questa sede interessa- le ipotesi in cui “le misure relative al rischio di mercato o al rischio di credito del PRIIP siano cambiate e se da tale cambiamento discenda, come effetto combinato, la necessità di trasferire il PRIIP in una classe dell’indicatore sintetico di rischio diversa da quella indicata nel documento contenente le informazioni chiave soggetto al riesame” (par. 2, lett. b), oppure “il rendimento medio dello scenario di performance moderato del PRIIP, espresso come rendimento percentuale annualizzato, sia cambiato di oltre cinque punti percentuali” (par. 2, lett. c).

³⁴ Sul punto cfr. U. RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006, p. 156 ss., il quale ha elaborato uno schema contenente una sorta di decalogo di comportamento per il consulente, teso a “limitare l’impatto degli errori di ragionamento e di preferenza nel processo di investimento”.

³⁵ U. MORERA, *op. ult. cit.*, p. 206.

Dalle richiamate disposizioni potrebbero desumersi eventuali profili di responsabilità del *manufacturer* nel caso in cui, ad esempio, il mutamento del livello di rischio avvenga a breve distanza dal collocamento (in un termine inferiore ai 12 mesi, ad esempio), oppure per ragioni sopravvenute che, però, avrebbero potuto essere previste dal produttore.

Si è, correttamente, osservato che “è evidente che l’obbligo di indicare nel KID i futuri scenari di *performances* e l’impatto dei costi sul rendimento del prodotto non può essere considerato alla stregua di un mero obbligo di esporre dati fine a se stesso. Tali elementi costituiscono infatti, a monte, alcuni dei fondamenti su cui il *manufacturer* dovrà effettuare le proprie valutazioni per definire il Target Market nell’ambito delle regole di *product governance* (i.e. analisi di scenario, sostenibilità dei costi etc.). Si può pertanto affermare che, in relazione a questi aspetti, il KID costituisca la <cartina di tornasole> delle valutazioni effettuate dal *manufacturer* per la definizione del proprio processo di *product governance*. Di conseguenza, è evidente che una delle sfide per gli operatori (in particolare per i *manufacturers*) sarà quella di implementare i due processi di costruzione della *product governance* e di predisposizione del KID in maniera sinergica”³⁶.

Nelle ipotesi di responsabilità indicate dal richiamato art. 16 non credo che, anche in relazione a quanto statuito dall’art. 11, par. 1, del Reg. 1286³⁷, possa prospettarsi una responsabilità solidale dell’intermediario, a meno che egli non sapesse, o dovesse sapere, di eventuali rischi al momento in cui ha collocato il prodotto.

³⁶ F. CASCINELLI- F. P. SASSO, *Il Regolamento PRIIPs, i nuovi RTS e il recepimento in Italia con il d. lgs. 224/2016*, reperibile all’indirizzo internet <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/finanza/il-regolamento-priips-i-nuovi-rtts-e-il-recepimento-italia-con-il-d-lgs-2242016>, p. 13.

³⁷ Secondo cui “l’ideatore del PRIIP non può essere ritenuto civilmente responsabile esclusivamente in base al documento contenente le informazioni chiave, ivi compresa la relativa traduzione, a meno che esso sia fuorviante, inesatto o non conforme alle parti pertinenti dei documenti precontrattuali e contrattuali giuridicamente vincolanti o ai requisiti stabiliti all’articolo 8”.

6. Conclusioni.

In conclusione, l'adozione del KID non appare idonea, da sola e di per sé, ad evitare che l'intermediario possa essere dichiarato responsabile per aver collocato un prodotto poco adatto alle esigenze di investimento del cliente o, comunque, recante rischi non rientranti nel profilo dell'investitore.

La predisposizione del KID, e la sua sottoposizione all'attenzione del cliente, non potrà essere un mezzo per far sì che l'intermediario sfugga ai doveri su di lui incombenti, anche alla luce dei dubbi, sopra esposti, circa la effettiva capacità del KID di essere pienamente compreso dall'investitore. Ritengo, in altri termini, che prima ancora della sottoposizione del KID all'attenzione del cliente, debbano essere vagliati dall'intermediario prodotti il cui KID sia adeguato ed appropriato al profilo dell'acquirente, sicché all'investitore poco esperto non dovrebbe, in alcun caso, essere proposto uno strumento finanziario che, ad esempio, abbia profilo di rischio pari a 7, diversamente potendo inferirsi la mancanza di diligenza e correttezza dell'intermediario, anche ai sensi dell'art. 21 TUF³⁸: in tal modo si farebbe applicazione di una sorta di "paternalismo libertario" in senso lato³⁹ o, forse, di "paternalismo asimmetrico"⁴⁰, correlato agli obblighi

³⁸ Con ogni conseguenza in ordine, ad esempio, all'applicabilità dell'*exceptio doli specialis seu preteriti* (su cui cfr., fra le altre, Cass., 7 marzo 2007, n. 5273, reperibile nella banca dati *dejure.it*, e Cass., 10 ottobre 2007, n. 21265, in Nuova giur. civ. comm., 2008, p. 554, con nt. di C. MARSEGLIA, *Exceptio doli generalis ed exceptio doli specialis*). Sul tema cfr., da ult., Cass., 31 agosto 2017, n. 20617, reperibile nella banca dati *dejure.it*, secondo cui gli obblighi di comportamento a carico dell'intermediario "sorgono sia nella fase che precede la stipulazione del contratto quadro [...] sia dopo la sua conclusione [...]" e sono "finalizzati al rispetto della clausola generale che impone all'intermediario il dovere di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente".

³⁹ Il concetto di "paternalismo libertario" fu elaborato, com'è noto, da R. THALER- C. SUNSTEIN, op. cit., passim, secondo i quali lo Stato e altre istituzioni possono "spingere" gli investitori ad assumere decisioni che, nel lungo periodo, potrebbero rivelarsi positive per l'interesse di costoro. "Il paternalismo libertario è un tipo di paternalismo relativamente tenue, indulgente e poco invadente, perché le scelte non vengono bloccate, impedito o rese eccessivamente onerose [...]. Tuttavia, l'approccio che noi raccomandiamo può essere considerato paternalistico, perché gli architetti delle scelte pubblici e privati non cercano semplicemente di monitorare o avallare le scelte che gli individui potrebbero fare, ma piuttosto cercano attivamente

di spingere gli individui in una direzione che possa migliorare le loro condizioni di vita, pungolandoli. Un pungolo [...] è appunto una spinta gentile, cioè qualsiasi aspetto dell'architettura delle scelte che altera il comportamento degli individui in maniera prevedibile, senza proibire alcuna opzione o modificare in misura significativa gli incentivi economici. Per essere considerato un semplice pungolo, l'intervento deve poter essere evitato facilmente e senza costi eccessivi. I pungoli non sono imposizioni, sono spinte gentili" (p. 11 s.). In un'ottica più ampia e maggiormente confacente al presente studio, anche se non pienamente coerente con il pensiero di Thaler e Sunstein, si è definito l'approccio paternalistico come quello con cui "si indirizzano le scelte individuali nella direzione ritenuta corretta sia fissando un'opzione predefinita, che può essere abbandonata solo con una rinuncia esplicita (come già accade nell'ambito della previdenza complementare), sia limitando le opzioni disponibili (giungendo nel caso più estremo al divieto dei prodotti più rischiosi)": così N. LINCIANO, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, cit., p. 82 (ove osservazioni critiche a tale teoria), la quale richiama, come esempio, in nota, i prodotti strutturati. La stessa A. rileva, a p. 83 s., che "è interessante osservare, infine, che a prescindere dal grado di intrusività delle regole, l'efficacia delle misure adottate dipende anche dalla definizione di appropriati incentivi per i soggetti chiamati ad applicarle. In tal senso, si pone la necessità di coniugare le indicazioni della finanza comportamentale con l'analisi dei profili organizzativi e competitivi del mercato, allo scopo di individuare interventi che, oltre a definire regole (di trasparenza e di condotta) coerenti con l'approccio comportamentale, modifichino la struttura degli incentivi alla base dell'agire degli operatori. Con riferimento al caso statunitense, ad esempio, Barr et al. (2008) suggeriscono di potenziare la tutela dei consumatori che ricorrono al finanziamento bancario sia attraverso il miglioramento della *disclosure* e l'introduzione di limiti alla tipologia di prodotti proponibili sia attraverso l'inasprimento del regime di responsabilità e modifiche ai sistemi di retribuzione dei *brokers* che erogano mutui". Limitare la gamma dei prodotti che possono essere offerti in sottoscrizione ad alcune tipologie di risparmiatori pare la strada preferibile per evitare, per l'appunto, che questi possano assumere scelte di investimento non conformi al proprio profilo di rischio, di cui (si è visto ad esempio con riferimento alla nozione di "operatore qualificato" e di "cliente professionale") il cliente spesso è tutt'altro che consapevole; in tal modo si eviterebbero, inoltre, le "pressioni" spesso operate sui consulenti da parte della "catena di distribuzione" degli intermediari: sicché sarebbe meglio "imporre la semplicità", per usare l'espressione di R. THALER- C. SUNSTEIN, *op. cit.*, p. 253 ss., i quali, però, non ritengono sia questa la strada da percorrere, ritenendola "un grave errore. Eliminare la semplicità significa soffocare l'innovazione. Un approccio migliore è aumentare la trasparenza e la divulgazione. Per scongiurare il rischio di un futuro disastro finanziario, le autorità di regolamentazione dovrebbero costringere tutte le parti in causa a rendere trasparenti i veri rischi dei loro complicati prodotti finanziari [...]. Per combattere la razionalità limitata, la tentazione e le influenze sociali si potrebbero persino creare semplici opzioni di default, che governerebbero i mutui e altri strumenti finanziari a

di adeguatezza e appropriatezza dell'investimento⁴¹. Tale divieto non danneggerebbe i soggetti capaci di evitare errori cognitivi⁴², poiché riguarderebbe gli investitori poco esperti o con bassa propensione al rischio e interesserebbe profili su difficilmente –o almeno non completamente- il legislatore potrebbe intervenire, indispensabile apparendo il ruolo dell'intermediario che ha un contatto immediato e diretto con il cliente e ne conosce -o ne dovrebbe conoscere- la “storia” (si pensi, a tacer d'altro, alla gestione “emotiva” del rischio e

meno che il consumatore non scegliesse esplicitamente un piano alternativo. L'approccio che preferiamo sarebbe privato e volontario: una sorta di pungolo privato. Per la maggior parte dei mutuatari si svilupperebbe così una sorta di <best practice>, con proposte del seguente tenore: <Questo è il prodotto che raccomandiamo in pratica per le persone come voi>. A chi desidera optare per una soluzione diversa da quella di default, assumendosi maggiori rischi, si offrirebbero tutte le informazioni rilevanti, con un invito a riflettere attentamente sulla propria decisione. Si potrebbero considerare anche forme di regolamentazione fondate su pungoli, per esempio nella definizione delle condizioni di default e nelle disposizioni che governano la possibilità di chiamarsi fuori. Un intervento di questo genere sarebbe molto più auspicabile di ordini amministrativi e divieti più severi”. Sul tema cfr. G. GRISI, *op. cit.*, p. 69 ss.

⁴⁰ Secondo C. CAMERER- S. ISSACHAROFF- G. LOEWENSTEIN- T. O'DONOGHUE- M. RABIN, *Regulation for conservatives: behavioral economics and the case for “asymmetric paternalism”*, in *Univ. of Pennsylvania Law Rev.*, Vol. 151, 2003, p. 1211 ss., “a regulation is asymmetrically paternalistic if it creates large benefits for those who make errors, while imposing little or no harm on those who are fully rational. Such regulations are relatively harmless to those who reliably make decisions in their best interest, while at the same time advantageous to those making suboptimal choices”, così consentendosi l'adozione di provvedimenti diretti ad aiutare i soggetti che potremmo definire “più deboli” (sostanzialmente i consumatori), imponendo un costo minimo a quelli definibili “più forti”.

⁴¹ Anche nell'attesa dell'aggiornamento del Reg. Consob 16190/2007 alla luce della MIFID II. Sull'obbligo dell'intermediario di non dar corso ad un'operazione di investimento “non adeguata” cfr., da ult., Cass., 25 ottobre 2017, n. 25335, reperibile nella banca dati *dejure.it*.

⁴² Come ritiene, invece, U. MORERA, *op. ult. cit.*, p. 208, il quale osserva, altresì, che così ragionando, si dovrebbe presupporre che “il regolatore non incorra, esso stesso, in errori cognitivi o di preferenza (sui soggetti e sui prodotti)”. Pur essendo ciò indiscutibile, mi sia consentito di osservare come appaia comunque preferibile, nell'analisi costi-benefici, limitare l'accesso di alcune categorie di risparmiatori a prodotti particolarmente rischiosi, anche qualora si palesassero, successivamente, meno rischiosi di quanto il regolatore avesse previsto.

delle perdite)⁴³.

Gli indicati principi, e le richiamate prescrizioni normative paiono conservare, insomma, tutta la loro forza, tanto più ove si consideri che, diversamente ragionando, si rischierebbe di far ricadere sul cliente anche gli errori cognitivi e/o comportamentali dell'intermediario.

E che quest'ultimo debba “conoscere” sia l'investitore che il prodotto è confermato, a tacer d'altro, da una serie di disposizioni contenute nel Reg. 653: il *Considerando* n. 25 prevede infatti che, nella determinazione del tempo di cui il cliente necessita per valutare l'investimento, si debba tener conto delle sue “esigenze, esperienze e conoscenze”; il già richiamato par. 2, art. 17, del prevede, sempre in relazione al tempo necessario per valutare il prodotto, che l'intermediario deve considerare “le conoscenze e le esperienze dell'investitore al dettaglio per quanto riguarda il PRIIP in questione o PRIIP di natura simile o con rischi simili a quelli derivanti dal PRIIP in questione” (lett. a), nonché “la complessità del PRIIP” stesso (lett. b); infine, l'art. 2, par. 3, prevede espressamente che si debba indicare, nella sezione “Cos'è questo prodotto” del KID, a quali investitori il PRIIP è destinato, “individuandoli sulla base della loro capacità di sostenere perdite sugli investimenti e delle loro preferenze in termini di orizzonti d'investimento, della loro conoscenza teorica dei PRIIP e delle loro precedenti esperienze al riguardo, nonché sulla base dei mercati finanziari e delle esigenze, delle caratteristiche e degli

⁴³ Sembra quasi ovvio rilevare che il discorso è più complesso: riferisce, ad esempio, P. SOCCORSO, *La centralità dell'informazione nella relazione intermediario-cliente. I riflessi dei deficit cognitivi e dei bias comportamentali degli individui sul corretto adempimento degli obblighi previsti dal quadro normativo e regolamentare di riferimento*, in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, cit., p. 217 s., che “gli Orientamenti ESMA intervengono sul tema, suggerendo altre variabili che possono influire, ad esempio, sulla situazione finanziaria del cliente o sugli obiettivi di investimento; tra questi: lo stato civile (in particolare la capacità giuridica del cliente di impegnare beni che possono appartenere anche al proprio partner); l'età e lo stato di famiglia (le variazioni dello stato di famiglia di un cliente, ad esempio la nascita di un figlio o la presenza di un figlio in età universitaria, possono influire sulla sua situazione finanziaria); la situazione lavorativa (il fatto che un cliente perda il lavoro o sia prossimo al pensionamento può influire sulla sua situazione finanziaria o sui suoi obiettivi di investimento); il fabbisogno di liquidità in alcuni investimenti pertinenti”.

obiettivi dei potenziali clienti finali”⁴⁴.

Da un altro punto di vista, nuovi profili di responsabilità sembrano profilarsi in riferimento al riesame ed alla revisione, nonché alla variabile “tempo”, sopra esaminata, pur non potendo, comunque, manifestarsi apprezzamento per un documento “di sintesi” di cui si auspicava da più parti l’introduzione, in uno alla valorizzazione proprio del fattore “tempo”, che costituisce uno degli aspetti più importanti della fase precontrattuale del rapporto.

⁴⁴ Per approfondimenti sul tema del c.d. “Target market” cfr. F. CASCINELLI-F. P. SASSO, *op. cit.*, p. 6 s.

Forma informativa, sottoscrizione della parte protetta e abuso del diritto

SOMMARIO: 1. La questione. – 2. La compatibilità della sola sottoscrizione del cliente con il requisito di forma scritta di cui all'art. 117 t.u.b. – 2.1. La predisposizione del modulo contrattuale come equivalente della sottoscrizione – 2.2. La “convalida” del contratto bancario nullo per vizio di forma – 3. Abuso del diritto, venire contra factum proprium e interpretazione teleologica. – 3.1. La tutela “reale” della buona fede: l’exceptio doli generalis. – 3.2. Dall’abuso del diritto all’interpretazione funzional-teleologica.

1. Com'è noto, la questione della validità dei contratti bancari e finanziari c.d. “monofirma”, che è stata di recente rimessa al Primo Presidente della Corte di Cassazione per l'assegnazione alle Sezioni Unite (1), è stata negli ultimi anni al centro di un contrasto interpretativo. Ciò, in particolare, da quando diversi giudici di merito, stante il disposto degli artt. 117 t.u.b. e 23 t.u.f. che prescrivono per tali contratti la forma scritta ad substantiam, hanno iniziato ad accogliere le domande di nullità per difetto di forma scritta avanzate dai risparmiatori, che avevano subito perdite per effetto degli scandali finanziari di inizio secolo, allo scopo di ottenere una efficace tutela demolitoria (2).

(1) Cass., 27 aprile 2017, ord. n. 10447, in Contr., 2017, 393, con nota di Maffei, La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca. L'ordinanza viene commentata anche da Panzarini, Un'ordinanza passatista (sulla forma dei contratti del comparto finanziario), in questa Rivista, 2017; Girolami, Doppia firma e doppio esemplare nei contratti finanziari: i dubbi della Suprema Corte, in www.ilcaso.it; Ead., Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite, in Banca, borsa, tit. cred., 2017, II, 554; Pagliantini, Usi (ed abusi) di una concezione teleologica della forma: a proposito dei contratti bancari c.d. monofirma (tra legalità del caso e creatività giurisprudenziale), in Contr., 2017, 679.

(2) Rispetto alla domanda di risarcimento, l'azione di nullità ha il vantaggio di far conseguire all'attore la ripetizione di tutte le somme pagate in esecuzione del contratto senza l'onere di provare il danno ed il nesso di causalità tra quest'ultimo e la condotta del danneggiante, oltre ad evitare che il convenuto possa invocare il concorso di colpa del danneggiato ex art. 1227 c.c. al fine di limitare il risarcimento dovuto. Sul riparto dell'onere della prova nelle azioni di risarcimento del danno

In un panorama giurisprudenziale frammentato, nel quale si riscontra un primo arresto della Cassazione nel 2012 ⁽³⁾, che ha sancito la validità di questo tipo di contratti, seguito da cinque pronunce di segno opposto nel 2016 ⁽⁴⁾, una sentenza di merito in particolare ⁽⁵⁾ riveste interesse per la pluralità di argomentazioni, riprese dalla elaborazione giurisprudenziale e dottrinale precedente, utilizzate dal giudicante per sostenere la validità dei contratti “monofirma”: da un lato, la tesi per la quale la produzione in giudizio da parte della banca sanerebbe ex tunc il vizio; dall’altro, quella per cui l’eccezione di nullità costituirebbe violazione del divieto di venire contra factum proprium; infine, quella per cui la domanda di nullità contrasterebbe lo scopo normativo di assicurare al cliente un’informazione adeguata.

Di per sé, il caso non presenta spiccate peculiarità: una società, a cui era stata concessa da una banca un’apertura di credito in conto corrente per € 200.000,00, agisce in giudizio per ottenere la ripetizione degli interessi e delle commissioni pagate nel corso del rapporto. E ciò ritenendo anatocistici e usurari gli interessi addebitati, ma anzitutto allegando il difetto di forma scritta del modulo contrattuale, privo della sottoscrizione dell’istituto di credito.

Quello che rende il caso meritevole di attenzione è l’impianto argomentativo posto a fondamento del rigetto della domanda di nullità: il giudice di Cuneo da un lato accoglie la appena citata tesi della sanatoria mediante produzione in giudizio; dall’altro, avverte la necessità di precisare, ad abundantiam, che quand’anche si volesse considerare nullo il contratto “monofirma”, sulla scorta del più recente

avanzate dagli investitori contro gli intermediari v. Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in Banca, borsa, tit. cred., 2012, II, 38, con nota di Punzo, Osservazioni a Corte di Cass., sez. I, n. 3773, 17 febbraio 2009.

⁽³⁾ Cass., 22 marzo 2012, n. 4564. I principi ivi espressi sono stati riaffermati in Cass. 7 settembre 2015, n. 17740.

⁽⁴⁾ Cass., 24 marzo 2016, n. 5919; Cass., 11 aprile 2016, n. 7068; Cass., 27 aprile 2016, n. 8395; in Contr., 2016, 1098, con nota di Giuliani, Nullità del contratto quadro di investimento per difetto di sottoscrizione dell’intermediario e abuso del diritto; e in Corr. giur., 2016, 1110, con nota di Tucci, Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento. A queste tre pronunce (note come “sentenze Nappi” dal cognome del presidente dei collegi giudicanti) sono seguite poi Cass., 19 maggio 2016, n. 10331; e Cass., 20 maggio 2016, n. 10516. In senso conforme v. da ultimo Cass., 14 marzo 2017, n. 6559, in www.ilsocietario.it.

⁽⁵⁾ Trib. Cuneo, 19 agosto 2016, n. 782.

indirizzo della Cassazione sul punto, cionondimeno il cliente non potrebbe trovare tutela perché con la sua condotta ha violato il divieto di abuso del diritto. Quest'ultima conclusione spinge a riflettere anche sulla ambiguità che continua a caratterizzare l'applicazione giurisprudenziale di questo divieto. La motivazione della sentenza, infatti, oscilla tra due concezioni di abuso distinte: la prima, che identifica l'abuso nel comportamento contrario alla buona fede oggettiva (sub specie di contegno contraddittorio); la seconda, che lo individua nell'utilizzo di un diritto per uno scopo diverso da quello per il quale esso è stato attribuito al singolo dall'ordinamento.

La questione della validità del contratto bancario o finanziario "monofirma" ha ingenerato una netta contrapposizione tra giurisprudenza di merito e di legittimità ⁽⁶⁾. La divergenza tra gli interpreti è forse dovuta anche alla pluralità delle tematiche interessate dal problema: innanzitutto, la disciplina della forma contrattuale ⁽⁷⁾, ed

⁽⁶⁾ V., in aperto contrasto con l'orientamento della Cassazione, Trib. Parma, 27 giugno 2016; Trib. Torino, 5 luglio 2016; Trib. Torre Annunziata 18 luglio 2016, n. 1061; App. L'Aquila, 12 ottobre 2016, n. 1055; App. Venezia, 3 novembre 2016, n. 2477; Trib. Firenze, 15 novembre 2016, n. 3789; Trib. Pistoia, 19 dicembre 2016, n. 1267; Trib. Modena, 27 dicembre 2016, n. 2475; App. Napoli, 28 dicembre 2016, n. 4571; Trib. Bergamo, 11 gennaio 2017, n. 26; Trib. Ancona, 25 gennaio 2017, n. 111; Trib. Ascoli Piceno, 31 gennaio 2017, n. 87; Trib. Napoli, 13 febbraio 2017, n. 1924; Trib. Catania, 17 febbraio 2017, n. 790; App. Venezia, 7 aprile 2017, n. 771; tutte in www.expartecreditoris.it. Trib. Padova, 4 agosto 2016 e Trib. Padova, 14 novembre 2016, in www.iusexplorer.it. Trib. Lecco, 31 agosto 2016, n. 570 e Trib. Prato, 3 gennaio 2017, n. 6, inedite.

Sulla soluzione proposta dalle sentenze Nappi sembrano avanzare dubbi, seppure in obiter, anche alcune successive pronunce della stessa Cassazione: cfr. Cass. 10331/2016 (nt. 4), che, pur dichiarando nullo un contratto quadro per mancanza di sottoscrizione di un funzionario della banca, lascia aperta la possibilità che «la predisposizione del contratto ad opera dell'intermediario e la teorica delle c.d. formalità di protezione, cui appartiene quella di cui al d.lgs. n. 58 del 1998, art. 23, possano indurre ad ulteriori riflessioni sul punto» (§3); Cass., 24 agosto 2016, n. 17290, in www.ilsocietario.it, che dichiara soddisfatto il requisito di forma scritta in un contratto di intermediazione finanziaria conclusosi mediante sottoscrizione da parte dei clienti della «lettera di mandato» inviata dal promotore finanziario, contenente le condizioni generali del contratto; Cass., 13 settembre 2016, n. 17943, che non mette in discussione la validità di un contratto sottoscritto dai clienti nel quale si dava atto della ricezione di un esemplare del contratto.

⁽⁷⁾ Sul tema della forma, v. in generale e senza pretesa di completezza M. Giorgianni, *Forma degli atti*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano, 1968, 989; Irti, *Idola*

in particolare l'utilizzo sistematico di requisiti di forma a scopi di tutela del contraente debole nella legislazione di derivazione comunitaria, nell'ambito del c.d. "neoformalismo negoziale"⁽⁸⁾; poi, la regolamentazione delle nullità di protezione⁽⁹⁾, genus a cui si ritiene che appartengano le nullità di cui agli artt. 117 t.u.b. e 23 tu.f.⁽¹⁰⁾; infine, l'utilizzo di rimedi ex fide bona nel settore finanziario e bancario (mentre il problema della possibilità di un utilizzo opportunistico dei diritti garantiti dalla normativa di settore è stato raramente studiato in termini di abuso del diritto, la dottrina ha da

libertatis. Tre esercizi sul formalismo giuridico, Milano, 1985; Id., Formalismo e attività giuridica, in Riv. dir. civ., 1990, I, 1; Id., Studi sul formalismo negoziale, Padova, 1997; Guastini, In tema di libertà delle forme, in Rass. dir. civ., 1986, I, 49; P. Perlingieri, Forma dei negozi e formalismo degli interpreti, Napoli, 1987; Liserre, Forma degli atti (diritto civile), in Enc. giur., XIV, Roma, 1988; Sica, Atti che devono farsi per iscritto, in Commentario Schlesinger, Milano, 2003; Roppo, Il contratto, in Trattato Iudica-Zatti, Milano, 2004, 205; Sacco – De Nova, Il contratto. I, in Trattato Sacco, Torino, 2004, 703; Breccia, La forma, in Trattato contratto Roppo, I. Formazione a cura di Granelli, Milano, 2006, 463.

⁽⁸⁾ Cfr., ad es., Lener, Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari (prime note sul «neoformalismo» negoziale), in Banca, borsa, tit. cred., 1990, I, 777; Breccia, La forma (nt. 7), 535; Modica, Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo, Milano, 2008, 119; Pagliantini, Forma e formalismo nel diritto europeo dei contratti, Pisa, 2009; Id., Neoformalismo contrattuale, in Enc. dir., Annali III, Milano, 2011, 772; Cicero, Formalismo (rinascita del), in D. disc. priv. sez. civ., Agg. V, Torino, 2010, 691; De Rosa, L'analisi funzionale della forma, Milano, 2011, 99; Fazio, Dalla forma alle forme. Struttura e funzione del neoformalismo negoziale, Milano, 2011, passim; Berti de Marinis, La forma del contratto nel sistema di tutela del contraente debole, Napoli, 2013.

⁽⁹⁾ Scalisi, Nullità e inefficacia nel sistema europeo dei contratti, in Europa e dir. priv., 2001, 489; Mantovani, Le nullità e il contratto nullo, in Tratt. contratto Roppo, IV, Rimedi - I, a cura di Gentili, Milano, 2006, 13; Girolami, Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali: per una teoria della moderna nullità relativa, Padova, 2008, passim e spec. 322 ss.; Ead., Le nullità dell'art. 127 T.U.B. (con l'obiter delle Sezioni Unite 2014), in Studi in onore di Giorgio De Nova, II, Milano, 2015, 1589; D'Amico, Nullità virtuale-nullità di protezione, variazioni sulla nullità, in Contr., 2008, 732 ss.; Gentili, La "nullità di protezione", in Europa e dir. priv., 2011, 77; Alessi, «Nullità di protezione» e poteri del giudice tra Corte di Giustizia e Sezioni unite della Corte di Cassazione, in Europa e dir. priv., 2014, 1141; Mazzamuto, Il contratto di diritto europeo3, Torino, 2017, 257; Pisani Massamormile, Nullità di protezione e nullità virtuali, in Banca, borsa, tit. cred., 2017, I, 31.

⁽¹⁰⁾ V. per tutti Girolami, Le nullità dell'art. 127 (nt. 9), 1591.

tempo prospettato la possibilità di esperire una *exceptio doli generalis* nei confronti degli investitori che agiscano in giudizio per la ripetizione dei soli investimenti rivelatisi infruttuosi ⁽¹¹⁾).

2. In molti di questi casi, a fronte della allegazione del cliente di nullità del contratto per difetto di forma scritta, la banca produce un modulo negoziale firmato solo dal cliente. Talvolta il modulo prodotto dall'istituto di credito riporta anche la dichiarazione "Prendiamo atto che una copia del presente contratto ci viene rilasciata debitamente sottoscritta da soggetti abilitati a rappresentarvi", o analoghe ⁽¹²⁾. Secondo le allegazioni delle banche, la mancanza di entrambe le sottoscrizioni sullo stesso documento dipende dalla modalità di conclusione del contratto per scambio di corrispondenza, sicché ogni parte risulta in possesso del documento firmato dall'altra.

Lo scambio di corrispondenza era sempre stato considerato una modalità perfettamente legittima di integrazione del requisito della forma scritta ⁽¹³⁾; motivo per cui, probabilmente, le banche non ritenevano necessario cautelarsi contro il legal risk di una declaratoria giudiziale di nullità ⁽¹⁴⁾, considerato l'impatto negativo sulla speditezza dei traffici che avrebbe avuto, su larga scala, l'onere di assicurarsi che ogni contratto venisse firmato dalla banca e dal cliente nello stesso tempo e nello stesso luogo.

Nelle azioni di investitori e correntisti volte a recuperare le perdite registrate nel corso dell'esecuzione del rapporto, l'eccezione di nullità

⁽¹¹⁾ Perrone, *Regole di comportamento e tutele degli investitori*. Less is more, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 541; Semeghini, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010; in senso critico, Dolmetta, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 48, nota 21. Sui rapporti tra abuso del diritto ed *exceptio doli* v. *infra*, § 3.

⁽¹²⁾ Così in Cass. 5919/2016 (nt. 4).

⁽¹³⁾ Ex multis Cass., 4 maggio 1995, n. 4856.; Cass., 18 luglio 1997, n. 6629; Cass., 25 ottobre 2005, n. 20653; Cass., 13 febbraio 2007, n. 3088.

⁽¹⁴⁾ Descrive i costi della sanzione della nullità in termini di legal risk per l'intermediario Perrone, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *Id. (a cura di), I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 37, notando come tali costi vengono riversati in ultima istanza sugli investitori, in quanto le commissioni richieste dagli intermediari vengono innalzate per compensare l'impatto economico di tale legal risk sull'attività del professionista.

del contratto per difetto di forma scritta è stata proposta con una discreta frequenza. Poiché le banche potevano produrre in giudizio solo il modulo firmato dal cliente, ma non il corrispettivo riportante la loro sottoscrizione, che era nella materiale disponibilità della controparte, la giurisprudenza di merito, fedele al modello codicistico per cui la forma scritta sarebbe rinvenibile esclusivamente nel documento firmato da entrambi i contraenti, ha dichiarato in più occasioni la nullità di questi contratti ⁽¹⁵⁾.

Nel confronto critico con questa corrente giurisprudenziale, la dottrina ha avanzato, sul piano sostanziale ⁽¹⁶⁾, due ipotesi alternative: da una parte, vi è chi ritiene che la forma degli artt. 117 t.u.b. e 23 t.u.f., a differenza di quella dell'art. 1350 c.c., richieda un documento scritto, ma non necessariamente firmato da entrambi i contraenti; dall'altra, vi è chi ammette per questo tipo di nullità la possibilità della convalida mediante comportamenti successivi delle parti.

2.1 Parte della dottrina ha sostenuto che il contratto recante la sola sottoscrizione del cliente non possa essere ritenuto nullo per vizio di forma ⁽¹⁷⁾, sulla base del fatto che la modalità di conclusione dei contratti in questo settore non si identifica con quella "classica" descritta dall'art. 1326 c. c., né con quelle "alternative" di cui agli artt. 1327 c. c. o 1333, comma 2°, c. c. Essi si concludono invece nei

⁽¹⁵⁾ Ex multis, cfr.: Trib. Mantova, 22 marzo 2007; Trib. Taranto, 27 febbraio 2007; Trib. Parma, 4 maggio 2011; Trib. Mondovì, 9 novembre 2010; Trib. Alba, 2 novembre 2010; Trib. Torino, 5 febbraio 2010; tutte in www.ilcaso.it

⁽¹⁶⁾ Sul piano processuale si pone, invece, il problema di verificare se la banca possa provare la conclusione per iscritto del contratto mediante testimoni, presunzioni o dichiarazioni lato sensu confessorie del cliente. V. ad esempio Cass., 13 settembre 2017, n. 21214, che ammette la rilevanza della dichiarazione del cliente di essere in possesso di un esemplare del contratto firmato dalla banca. Cfr. anche Maffei (nt. 1), 399, per il quale «più propriamente il dibattito di oggi non dovrebbe riguardare la necessità o meno della sottoscrizione, che è sicura – per capirci, il dibattito tra i sostanzialisti – ma modi e limiti della possibile prova per indizi della sottoscrizione o della efficacia di una confessione del cliente in ordine all'intervenuta sottoscrizione della banca o l'ammissibilità di un ordine di esibizione rivolto dal giudice al cliente e le conseguenze del rifiuto di esibire la copia sottoscritta dalla banca – insomma, il dibattito tra i processualisti».

⁽¹⁷⁾ Maggiolo, Servizi ed attività di investimento, in Trattato Cicu-Messineo, Milano, 2012, 466-472.

termini dell'art. 1341 c. c.⁽¹⁸⁾: la banca predispone unilateralmente un modulo, denominato "proposta", e lo invia al cliente; questi lo sottoscrive e lo consegna alla banca. Il contratto sarebbe a questo punto validamente concluso: il processo di conclusione del contratto è diverso e indipendente da quello per proposta e accettazione, e i suoi unici momenti necessari sono la predisposizione del modulo e l'adesione alle condizioni ivi contenute⁽¹⁹⁾. Il contratto, correttamente conclusosi, rispetterebbe anche il requisito di forma della normativa bancaria e finanziaria, che richiede che la volontà contrattuale sia espressa in forma scritta, ma non che il documento riporti le sottoscrizioni delle parti. La firma, secondo questa dottrina, non rileva sotto il profilo della forma del contratto, ma sotto quello dell'imputabilità delle dichiarazioni⁽²⁰⁾: che, per quanto riguarda l'istituto di credito, deriva dalla integrale predisposizione delle condizioni di contratto⁽²¹⁾.

⁽¹⁸⁾ Ivi, 469, nota 19: «Viene in considerazione la tecnica di conclusione del contratto per condizioni generali, di cui all'art. 1341 c.c.: clausole predisposte efficaci sulla base della loro mera conoscibilità, e clausole vessatorie valide ed efficaci se e solo se vengano specificamente approvate dall'aderente».

⁽¹⁹⁾ Ibidem: «occorre abbandonare la logica del contratto concluso mediante scambio di proposta e accettazione. Occorre cioè sfuggire alla tentazione di sostenere che, se un atto del procedimento viene estemporaneamente denominato proposta contrattuale, per concludere il contratto sia poi indispensabile che un'accettazione conforme sia inviata al proponente».

⁽²⁰⁾ Ivi, 472. V. anche Orlandi, *La paternità delle scritture: sottoscrizione e forme equivalenti*, Milano, 1997, 55: «L'imputazione del testo non appartiene al profilo formale della scrittura e presuppone un testo formalmente perfetto. L'imputazione si risolve in un ulteriore giudizio su un testo, già formalmente perfetto: è la congiunzione tra testo e termine soggettivo. Si deve concludere per un'assoluta irriducibilità dei concetti di 'forma scritta' e di 'imputazione': la forma si valuta prima e senza un giudizio di imputazione» (corsivi nell'originale).

⁽²¹⁾ Critica la giurisprudenza che ritiene violato il precetto di forma scritta in mancanza di sottoscrizione dell'intermediario «dimenticando la disciplina delle condizioni generali di contratto ex art. 1341, comma 1°, c.c.» anche Perrone (nt. 14), 35. V. in senso critico Tucci (nt. 4), 1122-1123, che non ritiene superabile il problema della carenza di un'accettazione espressa (stante la circostanza per la quale, come si diceva, l'aderente alle condizioni generali dell'intermediario risulta formalmente "proponente"), in quanto «[i]l precetto enunciato dall'art. 23 T.U.F. [...] non consente una deroga alle regole contenute nell'art. 1326 c.c., invocando l'effettiva esecuzione del contratto» (1123).

La dottrina ha da tempo sostenuto la tesi della sostituibilità della sottoscrizione per le forme sostanziali. A sostegno di tale tesi, si osserva che il codice civile non definisce cosa sia la scrittura privata, a differenza dell'atto pubblico, ma ne indica la funzione («fa piena prova»); con la conseguenza che la sottoscrizione potrebbe essere sostituita da altri elementi aventi il medesimo valore probatorio⁽²²⁾. La scrittura privata non è, ma ha una forma⁽²³⁾, per cui la sottoscrizione non è un suo elemento essenziale: è validamente concluso per scrittura privata anche il contratto redatto nelle forme alle quali la legge attribuisce efficacia probatoria pari a quella del foglio firmato⁽²⁴⁾.

La maggior parte degli autori, tuttavia, concordano nel ritenere che un documento redatto interamente di proprio pugno da una parte e privo soltanto della sottoscrizione non costituisce scrittura privata⁽²⁵⁾. Un foglio di carta non sottoscritto, anche se può essere materialmente riferito ad un autore, non potrà mai essere imputato⁽²⁶⁾, per cui non pare possibile ritenere che il modulo firmato solo dal cliente possa costituire l'equivalente di una scrittura privata.

D'altra parte, va osservato che i requisiti di forma scritta previsti negli artt. 1350 c. c. e 117 t.u.b. non sono identici: mentre il primo richiede che i contratti siano fatti «per atto pubblico o per scrittura privata», il secondo prevede che «i contratti sono redatti per iscritto e

In giurisprudenza, v. Trib. Reggio Emilia, 28 aprile 2015, n. 682, in www.ilcaso.it; Trib. Bergamo 26/2017 (nt. 6); Trib. Ascoli Piceno 87/2017 (nt. 6).

⁽²²⁾ Irti, *Idola* (nt. 7), 45; Id., *Compromesso e clausola compromissoria nella nuova legge sull'arbitrato*, in *Riv. arb.*, 1994, 652: «nessuna norma del nostro ordinamento definisce la scrittura privata; abbiamo soltanto la disciplina dell'efficacia probatoria»; Orlandi (nt. 20), 324: «il nome 'scrittura privata' non esprime una particolare ed infungibile figura, ma una tipica funzione: di 'fare piena prova della provenienza della dichiarazione' (art. 2702 c. c.)» (corsivi nell'originale).

⁽²³⁾ Così Orlandi (nt. 20), 327.

⁽²⁴⁾ Ad es. il telegramma (art. 2705 c. c.) e il documento informatico sottoscritto con firma elettronica avanzata qualificata o digitale (art. 21 d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82).

⁽²⁵⁾ Breccia (nt. 7), 564; Roppo (nt. 7), 230; Sacco – De Nova, *Il contratto* (nt. 7), 728, nota 6; Carresi, *Il contratto*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1987, 373. In giurisprudenza, v. Cass., 9 luglio 2001, n. 9289, in *Contr.*, 2002, 241, con nota di Ruggeri, *Legittimazione rappresentativa e requisiti di forma scritta ad substantiam nella compravendita immobiliare*.

⁽²⁶⁾ Orlandi (nt. 20), 335.

un esemplare è consegnato ai clienti». Il mancato rinvio all'art. 2702 c. c., presente invece nell'art. 1350 c. c., può far dubitare della necessità, ai fini della validità dei contratti bancari, di un atto che abbia l'efficacia probatoria della scrittura privata (foglio con sottoscrizione, telegramma consegnato dal mittente, documento con firma digitale, etc...), e far ritenere sufficiente un documento scritto creato dalla banca e consegnato al cliente, come provato dalla sua sottoscrizione ⁽²⁷⁾.

2.2 La giurisprudenza di legittimità ha da tempo affermato che la produzione in giudizio del contratto da parte del contraente non firmatario costituisce un valido equivalente della sottoscrizione, a condizione che il contraente che ha sottoscritto non abbia nel frattempo revocato il proprio consenso ovvero sia deceduto ⁽²⁸⁾. In materia di contratti finanziari e bancari, questo indirizzo è stato dapprima interpretato nel senso che è valido il contratto sottoscritto solo dal cliente se la banca lo produce in giudizio, mostrando così di volersene avvalere ⁽²⁹⁾. Da ultimo, le citate sentenze del 2016 hanno ritenuto di non poter dare continuità alle pronunce precedenti, sancendo che la produzione in giudizio perfeziona il contratto solo con efficacia ex nunc, con conseguente mancanza di titolo degli ordini atti

⁽²⁷⁾ Così, in giurisprudenza, Trib. Padova 4 agosto 2016 (nt. 6): «l'art. 117 t.u.b. non richiede che la sottoscrizione sia contestualmente apposta sul medesimo supporto documentale, richiede invece che la manifestazione di volontà che concorre a formare il contratto sia formulata per iscritto a conferma dell'importanza dell'atto posto in essere»; Trib. Prato 6/2017 (nt. 6). Contra Pagliantini, Neoformalismo contrattuale, [nt. 8], 780, il quale ritiene che il dettato dell'art. 117 t.u.b. vada interpretato nel senso che è necessario che risulti «un secondo originale debitamente sottoscritto»; Id. (nt. 1), dove si sottolinea che è necessaria una deroga espressa all'art. 2702 c.c. affinché si «spezzi il collegamento tra contratto formale e sottoscrizione», deroga che non è presente nell'art. 23 t.u.f. (o 117 t.u.b.).

⁽²⁸⁾ Il principio era già stato affermato in Cass. Roma, 25 novembre 1895, in Foro it., 1896, I, 129. Tra le pronunce più recenti, v. Cass., 11 marzo 2000, n. 2826, in Contr., 2000, 1093, con nota di Timpano, La produzione in giudizio come equipollente della sottoscrizione; Cass., 27 maggio 2003, n. 8423; Cass., 16 maggio 2006, n. 11409.

⁽²⁹⁾ Cass. 4564/2012 e 17740/2015 (nt. 3)

esecutivi intervenuti prima della domanda giudiziale e diritto della parte attrice alla restituzione delle somme di essi oggetto ⁽³⁰⁾.

La giurisprudenza che argomenta la validità sulla base della produzione in giudizio del documento contrattuale da parte della banca ⁽³¹⁾ sembra operare una impropria commistione tra i piani del perfezionamento e della sanatoria del contratto. Tralasciando la circostanza che la dottrina ha sempre nutrito condivisibili perplessità nei confronti della teoria della produzione in giudizio come equipollente della sottoscrizione ⁽³²⁾, rimane il fatto che il contratto verrebbe comunque a concludersi nel tempo e nel luogo in cui viene prodotto il documento, con ciò rimanendo privi di causa i versamenti di cui viene chiesta la ripetizione in giudizio, ad esso necessariamente antecedenti. Affinché il comportamento processuale della banca possa avere efficacia retroattiva, è necessario ipotizzare la possibilità di una convalida del negozio affetto da vizio genetico, sussumibile nella clausola di salvezza di cui all'art. 1423 c.c.

La dottrina sul punto è divisa: l'opinione maggioritaria non ammette la sanatoria per le nullità di protezione ⁽³³⁾, mentre una

⁽³⁰⁾ Cass. 8395/2016 (nt. 4): «La produzione in giudizio da parte del contraente che non ha sottoscritto la scrittura realizza un equivalente della sottoscrizione, con conseguente perfezionamento del contratto, perfezionamento che non può verificarsi se non ex nunc, e non ex tunc». In senso analogo Cass. 5919/2016 e 7068/2016 (nt. 4).

⁽³¹⁾ V. ad es., Trib. Cuneo 782/2016 (nt. 5), § 10, che fonda tale conclusione sul presupposto che quella in esame sarebbe una «fattispecie a formazione progressiva».

⁽³²⁾ Sacco – De Nova (nt. 7), 736-737: «Se davvero la produzione valesse come atto di consenso, come spiegare che esso si perfezioni spesso, anni o decenni dopo il giorno in cui il convenuto ha sottoscritto il testo dell'accordo? La proposta contrattuale è in vita per il tempo necessario a rispondere. Non dura anni, anche se non revocata».

⁽³³⁾ V. ad es. Passagnoli, *Nullità speciali*, Milano, 189; Greco, *Profili del contratto del consumatore*, Napoli, 2005, 226; Russo, *Profili evolutivi della nullità contrattuale*, Napoli, 2008, 214; Gentili, *Le invalidità*, in Gabrielli (a cura di), *I contratti in generale*, II, in *Tratt. contr. Rescigno e Gabrielli*², Torino, 2006, 1593, che sottolinea che, se si ammette la convalida, il condizionamento psicologico derivante dalla debolezza contrattuale potrebbe diventare fonte di pressioni della controparte. Contesta quest'ultimo argomento Polidori, *Nullità relativa e potere di convalida*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 940, sottolineando come le pressioni psicologiche di per sé possono manifestarsi anche in fattispecie di negozi sicuramente convalidabili (come ad esempio quelli affetti da violenza morale).

corrente le ritiene passibili di convalida ⁽³⁴⁾. Alcuni autori considerano la possibilità di sanare il contratto come corollario naturale della legittimazione relativa: così come il contraente debole ha la possibilità di scegliere se caducare definitivamente il contratto, allo stesso modo può decidere di fargli acquistare efficacia, a patto che la convalida sia spontanea, univoca e compiuta nella piena consapevolezza della possibilità di poter ottenere la declaratoria di nullità ⁽³⁵⁾. Altri ritengono tale impostazione eccessivamente semplicistica, rilevando che avere il potere di effettuare una scelta non comporta necessariamente anche la possibilità di rinunciare irrevocabilmente alla scelta stessa, e che la «minima unità effettuale» della convalida non sta nella dismissione del potere di azione, ma piuttosto nell'effetto confermativo dell'atto convalidato, con eliminazione ex tunc del vizio

⁽³⁴⁾ Girolami, *Le nullità dell'art. 127* (nt. 9), 1633-1635; Pagliantini, *Autonomia privata e divieto di convalida del contratto nullo*, Torino, 2007, 172; G. Perlingieri, *La convalida delle nullità di protezione e la sanatoria dei negozi giuridici*, Napoli, 2010, 58; Polidori, (nt. 33), 950.

L'opinione contraria valorizza soprattutto l'art. 143, comma 1°, d. lgs. 6 settembre 2005, n. 206 ("Codice del Consumo"), che sancisce l'irrinunciabilità dei diritti dei consumatori previsti nel codice, e quindi anche dell'azione di nullità di clausole vessatorie prevista nell'art. 36 cod. cons. (considerata l'ipotesi principale di nullità di protezione): Saccomanni, *Sub art. 143*, in *Alpa – Rossi Carleo, Codice del consumo. Commentario*, Napoli, 2005, 877; Petrella, *Sub art. 143*, in *Commentario al codice del consumo*, a cura di Stanzione e Sciancalepore, Milano, 2006, 1077-1081; Barengi, *Sub art. 36*, in *Codice del consumo*, a cura di Cuffaro, Milano, 2006, 174.

La dottrina favorevole alla convalidabilità delle nullità di protezione replica che rinunciare preventivamente a un diritto eventuale e futuro non è lo stesso di rinunciare o transigere un diritto già sorto, e, del resto, anche l'annullabilità può essere convalidata ex post (art. 1444 c. c.) ma non rinunciata ex ante (art. 1462 c. c.): G. Perlingieri (nt. 34), 35; Pagliantini (nt. 34), 163.

In giurisprudenza per la tesi favorevole alla convalida delle nullità per vizio di forma dei contratti bancari e finanziari, v. Trib. Verona, 23 marzo 2010; Trib. Verona, 26 giugno 2012; entrambe in www.ilcaso.it.

⁽³⁵⁾ Girolami, *Le nullità dell'art. 127* (nt. 9), 1633, che precisa tuttavia a p. 1635 che la verifica dell'avvenuta convalida è operazione sicuramente delicata, in quanto il cliente potrebbe dare sanatoria con leggerezza a patti i cui effetti pregiudizievoli si rivelano solo successivamente, motivo per cui deve escludersi la possibilità di una sanatoria stragiudiziale; Gentili (nt. 9), 116 s.; Pilia, *Circolazione giuridica e nullità*, Milano, 2002, 242; Pagliantini, (nt. 34), 153; D'Amico (nt. 9), 742; Putti, *Le nullità contrattuali*, in *Diritto civile, diretto da Lipari e Rescigno*, II, Milano, 2009, 957.

⁽³⁶⁾. La convalidabilità delle nullità di protezione sarebbe possibile, ma solo se nel caso concreto l'interesse protetto dalla norma risultasse preservato o soddisfatto. Nel caso di violazione dell'obbligo di forma scritta ad substantiam dei contratti bancari e finanziari, l'esecuzione del rapporto varrebbe come convalida solo se il risparmiatore fosse stato altrimenti compiutamente ragguagliato delle condizioni contrattuali, in quanto l'interesse protetto da queste nullità coincide con la corretta informazione del cliente ⁽³⁷⁾.

In ogni caso, anche nella prospettazione di questi autori la convalida è prerogativa esclusiva della parte protetta, per cui la produzione in giudizio, comportamento ascrivibile alla banca, non può essere valorizzato in tal senso.

La giurisprudenza talvolta dà rilievo ad un altro elemento per sostenere la validità del contratto privo della sottoscrizione dell'istituto di credito, ossia la comunicazione periodica degli estratti conto ⁽³⁸⁾. Non pare possibile riscontrare una sanatoria neppure in questo comportamento: se è vero che gli estratti conto provano che il cliente ha dato esecuzione al rapporto per un periodo di tempo prolungato, per altro verso essi non costituiscono la chiara, esplicita e consapevole convalida che viene ritenuta indispensabile anche da chi la ammette in via stragiudiziale (in particolare, non dimostrano che la parte protetta abbia avuto coscienza della possibilità di avvalersi della nullità).

3. Come precedentemente accennato, la validità del contratto monofirma viene talvolta motivata sulla base della dottrina dell'abuso del diritto ⁽³⁹⁾. Esemplificativa, a riguardo, è la sentenza del Tribunale

⁽³⁶⁾ G. Perlingieri (nt. 34), 40.

⁽³⁷⁾ Ivi, 59-65.

⁽³⁸⁾ Cass. 4564/2012 (nt. 3); Trib. Torino 5 luglio 2016 (nt. 6); Trib. Firenze 15 novembre 2016 (nt. 6). La giurisprudenza in realtà desume dal periodico invio degli estratti conto l'intento della banca di avvalersi del contratto, e, in questo senso, valorizza questo elemento come un altro equipollente della sottoscrizione mancante. Come per la produzione in giudizio non interessa tanto se questo atto esecutivo perfezioni il contratto (visto che gli effetti sarebbero invariabilmente ex nunc), ma piuttosto rileva perché prova che il cliente, la parte in astratto titolare del potere di convalida, ha eseguito il contratto di cui allega in giudizio l'invalidità.

⁽³⁹⁾ Senza pretesa di esaustività, sull'abuso del diritto: cfr. Rotondi, L'abuso del diritto, in Riv. dir. civ., 1923, 105.; U. Natoli, Note preliminari ad una teoria

di Cuneo richiamata in apertura, che identifica il comportamento abusivo mediante due fattori eterogenei tra di loro: da un lato, la contrarietà a buona fede della condotta della società, che dopo aver goduto i benefici del fido per anni ne fa valere in giudizio la nullità; dall'altro, l'utilizzo deviato del diritto di domandare la nullità di protezione, fatta valere non a motivo di un'informativa difettosa, ma come strumento per ottenere la ripetizione delle commissioni e degli interessi pagati nel corso del rapporto.

L'ambivalenza tra abuso-comportamento contraddittorio e abuso-sviamento dal fine normativo è conseguenza del modello di riferimento del giudice piemontese, ossia la celebre sentenza Cass. 20106/2009, che ha espressamente riconosciuto il divieto di abuso del diritto come principio generale dell'ordinamento ⁽⁴⁰⁾. In tale

dell'abuso del diritto nell'ordinamento giuridico italiano, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1958, 18; Salv. Romano, Abuso del diritto. C) Diritto attuale, in Enc. del diritto, I, Milano, 1958, 168; V. Giorgianni, L'abuso del diritto nella teoria della norma giuridica, Milano, 1963, 12; P. Rescigno, L'abuso del diritto, in Riv. dir. civ., 1965, 252 e ora in Id., L'abuso del diritto, Bologna, 1998, 11; Cattaneo, Buona fede obiettiva e abuso del diritto, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1971, 613; Patti, Abuso del diritto, in D. disc. priv. sez. civ., I, Torino, 1987, 2; Messinetti, Abuso del diritto, in Enc. dir., Aggiorn. II, Milano, 1998, 1.; Salvi, Abuso del diritto. I) Diritto civile, in Enc. giur., I, Roma, 1988; Gambaro, Abuso del diritto. II) Diritto comparato e straniero, in Enc. giur., I, Roma, 1988; Breccia, L'abuso del diritto, in Dir. priv., 1997, III, L'abuso del diritto, Padova, 1998, 5; Monateri, Abuso del diritto e simmetria della proprietà (un saggio di Comparative Law and Economics), ivi, 89; Sacco, L'esercizio e l'abuso del diritto in Alpa – Graziadei – Guarneri – Mattei – Monateri – Sacco, La Parte Generale del Diritto Civile. 2. Il Diritto Soggettivo in Trattato di Diritto Civile diretto da Sacco, Torino, 2001, 309; Id., Abuso del diritto, in D. disc. priv. sez. civ., VII agg., Torino, 2012, 1; Restivo, Contributo ad una teoria dell'abuso del diritto, Milano, 2007; Gentili, L'abuso del diritto come argomento, in Riv. dir. civ., 2012, I, 297; Piraino, Il divieto di abuso del diritto, in Europa e dir. priv., 2013, 75; Id., La buona fede in senso oggettivo, Torino, 2015, 354; M. Barcellona, L'abuso del diritto: dalla funzione sociale alla regolazione teleologicamente orientate del traffico giuridico, in Riv. dir. civ., 2014, 467.; Id., Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza, Padova, 2015, 563.

⁽⁴⁰⁾ Cass., 8 settembre 2009, n. 20106, in Foro it., 2010, I, 95. Tra i commenti alla sentenza, v. Palmieri – Pardolesi, Della serie «a volte ritornano»: l'abuso del diritto alla riscossa, in Foro it., 2010, I, 95.; D'Amico, Recesso ad nutum, buona fede e abuso del diritto, in Contr., 2010, 11; Cenini – Gambaro, Abuso di diritto, risarcimento del danno e contratto: quando la chiarezza va in vacanza, in Corr. giur., 2011, 109; Galgano, Qui suo iure utitur neminem laedit?, in Contr. e impr., 2011, 311.; De Caria, La nuova fortuna dell'abuso del diritto nella giurisprudenza di

pronuncia, la Suprema Corte afferma sia che il «criterio rivelatore della violazione dell'obbligo di buona fede oggettiva è quello dell'abuso del diritto», sia che «l'abuso del diritto [...] delinea l'utilizzazione alterata dello schema formale del diritto, finalizzata al conseguimento di obiettivi ulteriori e diversi rispetto a quelli indicati dal Legislatore».

Non risulta chiaro quale sia il rapporto tra buona fede ed abuso del diritto nella visione della Corte, in quanto viene argomentato sia che l'abuso rivela la violazione della buona fede, sia che si è in presenza di abuso se è violata la buona fede ⁽⁴¹⁾. Se i due concetti si risolvono effettivamente uno nell'altro, bisognerebbe concludere, in applicazione del criterio del rasoio di Ockham, che uno dei due è superfluo ⁽⁴²⁾. Alcuni commentatori, riprendendo un'opinione espressa da un'autorevole dottrina che l'aveva definita «un inutile doppione» ⁽⁴³⁾, ritengono, infatti, che la categoria dell'abuso sia una

legittimità: la cassazione sta “abusando dell'abuso”? Una riflessione sul piano costituzionale e della politica del diritto, in *Giur. cost.*, 2010, 3267; Orlandi, Contro l'abuso del diritto (in margine a Cass. 18 settembre 2009 n. 20106), in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 99; Gentili, Abuso del diritto e uso dell'argomentazione, in *Resp. civ. e previd.*, 2010, 354; Nigro, Brevi note in tema di abuso del diritto (anche per un tentativo di emancipazione dalla nozione di buona fede), in *Giust. civ.*, 2010, I, 2547; Viglione, Il giudice riscrive il contratto tra le parti: l'autonomia negoziale stretta tra giustizia, buona fede e abuso del diritto, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, 149.

⁽⁴¹⁾ D'Amico, (nt. 40), 14, osservando che probabilmente i giudici utilizzano i concetti di “abuso del diritto” e “contrarietà a buona fede” come formule interscambiabili, citando un altro passaggio della motivazione: «I due principi si integrano a vicenda, costituendo la buona fede un canone generale cui ancorare la condotta delle parti anche di un rapporto privatistico e l'interpretazione dell'atto giuridico di autonomia privata, e prospettando l'abuso la necessità di una correlazione tra i poteri conferiti e lo scopo per i quali essi sono conferiti». V. anche l'ordinanza di remissione alle Sezioni Unite della questione del contratto sottoscritto solo dal cliente (nt.1), § 11: «non lascia soddisfatti l'esplicita affermazione dell'attribuzione all'investitore della facoltà di far valere la nullità del contratto-quadro solo rispetto ad alcuni ordini [...] soluzione che potrebbe avallare senz'altro l'uso abusivo del diritto [...] o, se si vuole la condotta contraria a buona fede».

⁽⁴²⁾ D'Amico, Ancora su buona fede e abuso del diritto. Una replica a Galgano, in *Contr.*, 2011, 654.

⁽⁴³⁾ Sacco, L'esercizio (nt. 39), 373: «La dottrina dell'abuso non contiene contraddizioni, né errori [...] Ma la dottrina dell'abuso è superflua [...] Essa è in qualche caso un medio logico inutile; negli altri casi un inutile doppione.

superfetazione, non necessaria per decidere il caso nel senso indicato dalla Cassazione, alla quale sarebbe bastato fare riferimento alla violazione della regola di buona fede nell'esecuzione del contratto da parte di Renault ⁽⁴⁴⁾.

Altri delineano una differenza tra il sindacato dei diritti alla luce dell'obbligo di buona fede e quello alla luce del divieto di abuso del diritto: il primo è procedurale, in quanto mira a verificare che le modalità concrete in cui essi vengono esercitati non siano scorrette; il secondo è teleologico, perché accerta che i diritti non siano invocati per scopi divergenti da quelli per i quali sono riconosciuti dall'ordinamento. Sulla base di questa distinzione, osservano che nel caso deciso dalla Cassazione l'elemento critico del comportamento di Renault non era lo scopo per cui il recesso era stato esercitato, ma proprio la sua modalità improvvisa ed imprevedibile, tale da frustrare il legittimo affidamento ingenerato nella controparte contrattuale ⁽⁴⁵⁾, in violazione di un'altra regola riconducibile al dovere generale di buona fede, il divieto di venire contra factum proprium, ossia il divieto di adottare comportamenti contraddittori ⁽⁴⁶⁾.

L'inclusione di una categoria parassita non vale ad arricchire il sistema del giurista; lo rende più confuso». V. anche Id., L'abuso della libertà contrattuale, in *Dir. priv.*, 1997, III, L'abuso del diritto, Padova, 1998, 234: «regola di buona fede e divieto di abusare della libertà non sono entità né diverse, né lontane, né incomparabili. Ma la buona fede dell'art. 1337 è entrata nel discorso legale per prima, non ha meritato critiche, non ha scatenato suggerimenti di sostituirla con altra formula equivalente o, in ipotesi, migliore. Si vorrà evitare, allora, di imporle la compagnia di un doppione inutile». Sostiene l'inutilità della categoria dell'abuso del diritto anche Salvi (nt. 39), 5.

⁽⁴⁴⁾ Orlandi (nt. 40); Viglione (nt. 40), 153.

⁽⁴⁵⁾ D'Amico (nt. 40); Nigro (nt. 40).

⁽⁴⁶⁾ V. Gentili (nt. 40), 357, secondo il quale la Cassazione, facendo discendere dal principio di buona fede nell'esecuzione del contratto l'abusività di ogni pattuizione non "equa", incorre in un non sequitur, in quanto «la buona fede [...] certamente impone che nel far la regola e nell'applicarla si sia corretti. Ma altrettanto certamente non impone che la regola liberamente contrattata debba avere un contenuto piuttosto che un altro». Sulla base di questo rilievo, l'A. mostra poi come una soluzione più razionale sarebbe stata di censurare il comportamento contraddittorio di Renault alla luce appunto del divieto di venire contra factum proprium: «La nostra Cassazione ha voluto per forza cercare nella morale una soluzione alla controversia e non l'ha trovata. Le sarebbe bastato cercarla nella logica» (ivi, 362).

Benché non sia possibile in questa sede chiarire in modo esaustivo i rapporti tra abuso del diritto e venire contra factum proprium, in quanto spesso sono considerati istituti analoghi o comunque contigui ⁽⁴⁷⁾, è il caso di soffermarsi brevemente sulla loro relazione con la regola di correttezza negoziale. Mentre si ritiene generalmente che il divieto di comportamenti contraddittori sia una sottocategoria dei doveri di buona fede ⁽⁴⁸⁾, la collocazione sistematica del divieto di abuso (anche tra chi lo accetta come principio generale dell'ordinamento) è più controversa. È interessante notare come anche due interpreti che prendono le mosse da identico postulato – la concezione dell'abuso del diritto come sviamento dall'interesse protetto dalla norma ⁽⁴⁹⁾ – giungano a risultati opposti: per il primo, l'abuso del diritto è espressione della buona fede in funzione valutativa ⁽⁵⁰⁾; per il secondo, la valutazione in termini di abuso è precedente e autonoma da quella secondo la buona fede ⁽⁵¹⁾.

Sul divieto di venire contra factum proprium, v. Maffei, *Forma ad substantiam*, gestione di affari e divieto di venire contro il fatto proprio, in *Giust. civ.*, 2005, 1943; Astone, *Venire contra factum proprium*, Napoli, 2006; Festi, *Il divieto di “venire contro il fatto proprio”*, Milano, 2007; Scarso, *Venire contra factum proprium e responsabilità*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, 513.

⁽⁴⁷⁾ Per un'analisi puntuale, si rinvia a Piraino, *La buona fede* (nt. 39), *passim* e *spec.* 343 ss.

⁽⁴⁸⁾ Festi, (nt. 46), 97: “[è] in questo ambito che [...] potrebbe trovare collocazione il divieto di venire contra factum proprium, cioè, nella funzione di principio specificativo della regola di buona fede, intesa come limite all'esercizio dei diritti”; Bianca, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, 209-211, che nel proporre una tipizzazione dei doveri di buona fede dapprima individua due fondamentali canoni di condotta in cui questa si sviluppa, il dovere di lealtà e il dovere di salvaguardia; poi declina il primo in tre comportamenti da cui le parti contrattuali sono chiamate ad astenersi: «il non suscitare intenzionalmente falsi affidamenti, il non speculare su falsi affidamenti e, ancora, il non contestare ragionevoli affidamenti comunque ingenerati nell'altra parte»; tre aspetti, com'è di tutta evidenza, in cui si materializza il divieto di venire contra factum proprium. Da ultimo v. Piraino, *La buona fede* (nt. 39), 441.

⁽⁴⁹⁾ Piraino, *Il divieto* (nt. 39), 142; Restivo (nt. 39), 80 s..

⁽⁵⁰⁾ Piraino, *Il divieto* (nt. 39), 133-142: l'A. inquadra il giudizio di abusività nel generale sindacato degli atti di esercizio dell'autonomia privata postulato dall'obbligo di esecuzione secondo buona fede di cui agli artt. 1175 e 1375 c. c. In particolare, costituisce abuso del diritto, a suo avviso, la condotta che tradisca il senso complessivo della norma, ricavabile non (solo) dalla sua ratio astratta, ma anche e soprattutto dal confronto della ratio stessa con gli effetti che discendono

Se si accoglie l'interpretazione della Cassazione, per cui è abuso del diritto sostanzialmente qualsiasi comportamento contrario alla buona fede oggettiva, le due regole si identificano sicuramente una nell'altra: anzi, il divieto di contraddizione (proprio perché condotta in contrasto con la regola della correttezza) diventa una delle declinazioni concrete del divieto di abuso ⁽⁵²⁾. Tuttavia, le distinzioni astratte sfumano nella pratica e gli istituti finiscono per sovrapporsi, almeno parzialmente: ciò è dovuto soprattutto al fatto che la formula "abuso del diritto" è espressione polisemica e culturalmente connotata ⁽⁵³⁾. Più che provare a chiarire quale sia il genus e quale la species tra

dalla formale applicazione della norma nel caso concreto. Il divieto di abuso del diritto realizza pertanto una «riduzione in chiave teleologica» delle finalità concretamente perseguite nel singolo caso dall'autore del comportamento.

⁽⁵¹⁾ Restivo (nt. 39), 147-253. In estrema sintesi, l'A. ritiene che, anche nell'ambito di un rapporto obbligatorio, lo sviamento di una condotta applicativa di una norma dall'interesse protetto può essere riscontrato focalizzando lo sguardo sulla condotta in sé, senza avere riguardo alla posizione dell'altra parte; mentre la buona fede richiede sempre una dimensione relazionale. Il divieto di abuso costituisce quindi un limite interno all'esercizio del diritto, che deve attuarsi senza perseguire interessi divergenti con quelli protetti dalla norma da cui scaturisce; mentre l'obbligo di buona fede rappresenta un limite esterno, dovendosi verificare se il diritto "correttamente formatosi", perché conforme allo schema astratto della norma e fedele alla sua ratio, non sacrifichi oltre i limiti di un apprezzabile sacrificio gli interessi della controparte. Per la rivendicazione dell'autonomia dell'abuso del diritto dalla buona fede sulla base del necessario carattere interpersonale della seconda e dell'"assolutezza" del primo, v. anche Cattaneo (nt. 39), 636-637.

⁽⁵²⁾ Negli ordinamenti in cui l'abuso del diritto è pacificamente considerato (anche) violazione della buona fede oggettiva, diventa naturale desumere che il divieto di venire contra factum proprium sia una delle modalità di esplicazione dell'abuso: in questo senso Tribunal da Relação de Lisboa, Acórdão n° STJ_5988/06.5TBCSC.S1, 22 settembre 2009 (l'art. 334 del codice civile portoghese definisce abusivo l'esercizio del diritto che ecceda i limiti imposti dalla buona fede, oltre che dal buon costume o dallo scopo sociale o economico del diritto). La stessa conclusione è raggiunta da chi inquadra il divieto di abuso nell'ambito dei doveri di buona fede oggettiva: v. Piraino, La buona fede (nt. 39), 446, nota 463: «Il rapporto tra divieto di venire contra factum proprium e divieto di abuso del diritto è di specie a genere, rappresentando il primo una delle possibili manifestazioni dell'agire abusivo».

⁽⁵³⁾ La locuzione "abuso del diritto" in sé non significa altro che "deviazione dall'uso normale del diritto", che può darsi sia quando la prerogativa giuridica è usata per scopi non suoi, sia quando le sue modalità di esplicazione contravvengono ai dettami della correttezza. Per l'esperienza di altri ordinamenti in cui l'abuso è

abuso e buona fede, o se siano due insieme con una intersezione parziale, o ancora due insieme disgiunti, può allora forse essere utile, ai fini dell'analisi della questione, operare un'artificiosa distinzione espositiva tra le argomentazioni in termini di abuso-mala fede (che qui interessano perché come si è detto il giudice implicitamente punisce un venire contra factum proprium) e quelle in termini di abuso-sviamento dal fine normativo, e trattarle separatamente.

3.1 Il primo problema che si pone è, dunque, se un'eccezione di nullità di un contratto in ipotesi considerato nullo e non convalidabile possa essere paralizzata perché contraria al dovere di correttezza negoziale. Secondo l'opinione più accreditata, il rimedio concesso dall'ordinamento contro i comportamenti contrari alla buona fede è l'*exceptio doli generalis* ⁽⁵⁴⁾, in quanto essa conduce ad un «diniego di effetti» di una regola di *ius strictum* a motivo del suo contrasto con i dettami della *naturalis aequitas* ⁽⁵⁵⁾. Anch'essa trova il suo fondamento normativo nel dovere di eseguire i contratti e le obbligazioni secondo buona fede oggettiva ⁽⁵⁶⁾, e la sua esperibilità è stata riconosciuta dalla

ricondotto (anche) alla violazione della buona fede, oltre al Portogallo (su cui supra, nt. 52) v. anche art. 7 codice civile spagnolo e art. 248 del codice civile greco. Lo sguardo comparatistico rivela però che non è imprescindibile la connessione tra abuso e buona fede: il § 226 del BGB fa leva sull'*animus nocendi*, mentre l'art. 2 del codice civile svizzero si limita a stabilire che «il manifesto abuso del proprio diritto non è protetto dalla legge». Per una rassegna dei diversi «fatti dequalificanti» che sono stati storicamente identificati come caratterizzanti l'abuso del diritto, v. Sacco, *L'esercizio* (nt. 39), 337 ss., il quale menziona, a p. 341: «la nocività, la non corrispondenza ad un interesse serio, la intenzionalità (delle conseguenze negative), il motivo (riprovevole o capriccioso), l'immoralità, la contrarietà al fine o alla funzione, la contrarietà al bene comune o alla solidarietà o alle esigenze sociali, la non normalità». Alla luce dell'eterogeneità di tali elementi, sembra lecito supporre che il concetto di «abuso del diritto» abbia un significato contingente, che assume connotati differenti a seconda della temperie culturale in cui di volta in volta si manifesta.

⁽⁵⁴⁾ V. in generale Dolmetta, *Exceptio doli generalis*, in Banca, borsa, tit. cred., 1998, I, 147; Torrente, *Eccezione di dolo*, in Enc. dir., XIV, Milano, 1965, 218; Nanni, *L'uso giurisprudenziale dell'exceptio doli generalis*, in Contr. e impr., 1986, 197.

⁽⁵⁵⁾ Dolmetta (nt. 54), 147-148, che parla di «una tutela di tipo per così dire "reale"».

⁽⁵⁶⁾ Francesco Benatti, Sub art. 1175, in Commentario al codice civile, IV, a cura di Cendon, Torino, 1991, 12; Ranieri, *Eccezione di dolo generale*, in D. disc. priv.

Corte di Cassazione «ogni qualvolta l'attore abbia sottaciuto situazioni sopravvenute al contratto ed aventi forza modificativa o estintiva del diritto, ovvero abbia avanzato richieste di pagamento "prima facie" abusive o fraudolente, o ancora abbia contravvenuto al divieto di venire contra factum proprium»⁽⁵⁷⁾.

È stato sostenuto⁽⁵⁸⁾ che questo istituto sia esperibile contro il c.d. utilizzo selettivo della nullità del contratto-quadro di investimento, ossia l'invocazione in giudizio da parte del cliente del vizio di forma del master agreement per ottenere la sola ripetizione degli investimenti da cui sia derivata una perdita per l'investitore, lasciando indenni quelli da cui egli ha tratto un profitto⁽⁵⁹⁾. L'assenza di rimedi

sez. civ., VII, Torino, 1991, 322; U. Natoli, L'attuazione del rapporto obbligatorio, in Trattato Cicu-Messineo, Milano, 1974, 37-38; Venosta, Note sull'exceptio doli generalis, in Banca, borsa, tit. cred., 1991, II, 531. Più articolata la posizione di Dolmetta (nt. 54), 175-181, che ritiene insufficiente il richiamo sic et simpliciter alla buona fede e reputa più pertinente invece identificare il fondamento dell'exceptio nel suo momento di emersione legislativa costituita dall'art. 1460, comma 2°, c. c.: tale norma, nel sancire l'impossibilità di avvalersi dell'eccezione di inadempimento in contrasto con la buona fede, rappresenta per l'A. la prova che il nostro sistema ammette la buona fede in funzione correttiva.

⁽⁵⁷⁾ Cass., 7 marzo 2007, n. 5273, in Banca, borsa, tit. cred., 2007, II, 697, con nota di Festi, L'ambito di applicazione e i limiti dell'exceptio doli generalis. In senso conforme, Cass., 20 marzo 2009, n. 6896. Va osservato che, se l'exceptio costituisce sicuramente il rimedio contro la violazione del divieto di venire contra factum proprium, a rigore presiederebbe anche il divieto di abuso del diritto solo se si inquadra quest'ultimo nell'ambito dei doveri di buona fede: conclusione, come si è visto, tutt'altro che scontata. In ogni caso, anche contro l'abuso del diritto è prevista per diritto vivente una tutela reale; v. Cass. 20106/2009: «Come conseguenza di tale, eventuale abuso, l'ordinamento pone una regola generale, nel senso di rifiutare la tutela ai poteri, diritti, interessi, esercitati in violazione delle corrette regole di esercizio, posti in essere con comportamenti contrari alla buona fede oggettiva».

⁽⁵⁸⁾ Semeghini (nt. 11).

⁽⁵⁹⁾ In dottrina questa condotta è stata icasticamente definita in termini di «cherry picking» da Perrone (nt. 11), 540. Anche Sartori, Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela, Milano, 2004, 237 osserva che «il cliente potrebbe utilizzare lo strumento della nullità relativa per non accollarsi le perdite di un investimento pregiudizievole, a seguito di sfavorevoli congiunture di mercato».

La possibilità di comportamenti opportunistici era stata già presa in considerazione, con riferimento al previgente art. 18 del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim) da Girino, Forma «ad substantiam» per i contratti SIM, in

contro un simile comportamento porterebbe a elementi di criticità nel sistema ⁽⁶⁰⁾, e non si opporrebbe all'invocazione dell'*exceptio* il tradizionale rilievo, secondo il quale considerazioni di buona fede non possono valere a sanare un negozio che manchi di un requisito essenziale, essendo violata una regola di validità ⁽⁶¹⁾. Bisognerebbe, in proposito, tenere in considerazione il fatto che le nullità di protezione si pongono in «antitesi alla teoria della carenza di fattispecie» ⁽⁶²⁾, andando a colpire non l'incompletezza della struttura dell'atto ma un comportamento scorretto di una parte, tanto che sarebbe non solo possibile, ma addirittura particolarmente appropriato l'utilizzo dell'*exceptio doli* contro il loro utilizzo strumentale ⁽⁶³⁾.

Contr., 1997, 401: «Il rischio cui questa tendenza normativa si espone è di passare dalla protezione al “protezionismo”, di trasformarsi da necessario strumento di tutela del contraente debole a distorto meccanismo di rivendicazione pretestuosa. Non riesce arduo immaginare il caso del cliente che, pur non avendo sottoscritto un accordo, abbia comunque scientemente dato corso ad un'operazione, salvo poi pentirsene (ciò che avviene solo nel caso in cui l'operazione abbia comportato una perdita o comunque risultati deludenti) ed invocare la nullità del titolo contrattuale per carenza di forma, sì da sciogliersi dal vincolo e così annullare l'effetto negativo dell'operazione». Sulla base di tale rilievo, l'A. auspicava la sostituzione della sanzione della nullità con quella dell'annullabilità, sì da precludere l'invalidazione al soggetto che, nonostante la coscienza della causa di invalidità del contratto, vi abbia nondimeno dato volontariamente esecuzione.

⁽⁶⁰⁾ In particolare, come rilevato da Semeghini (nt. 11), 26-32, una situazione di moral hazard, nella misura in cui l'investitore accorto che sia a conoscenza di questa “arma” a sua disposizione sarà incentivato a spingere per investimenti con un grado di rischio superiore a quello ottimale, scaricandone i costi sull'intermediario in forza della «put option a costo zero» di cui dispone; e di cross-subsidization, nella misura in cui è plausibile che l'aumento di costi per l'intermediario connesso all'utilizzo strumentale della nullità venga scaricato in modo più che proporzionale sulla sezione di clientela meno facoltosa.

⁽⁶¹⁾ Cfr. Pietrobon, *Il dovere generale di buona fede*, Padova, 1969, 68: «le due serie di disposizioni stanno in una relazione di reciproca compiuta autonomia. Esse obbediscono a scopi diversi e distinti, alla certezza dei rapporti giuridici le regole di validità, alla realizzazione della giustizia sostanziale le norme di buona fede».

⁽⁶²⁾ Semeghini (nt. 11), 112.

⁽⁶³⁾ Ivi, 117-118. Cfr. Festi (nt. 57), 719, che nega l'esperibilità dell'*exceptio doli* per paralizzare l'azionamento di una nullità prevista a protezione di interessi generali, come quella di un'intesa anticoncorrenziale, mentre la ammette contro una nullità a tutela di interessi privati, facendo l'esempio di un contratto stipulato senza la forma previamente convenuta tra le parti ex art. 1352 c. c.; contra, Maffei (nt. 46), 1943, che invece ritiene che anche chi conclude consapevolmente un contratto

Le tesi ora esposte sono state criticate dalla dottrina successiva, che ha osservato che questa ricostruzione ignorerebbe la natura stessa della nullità di protezione, in quanto muoverebbe «dal presupposto (smentito anche dalla normativa) che banca e cliente rappresentino parti contrattuali sostanzialmente, come anche formalmente, uguali»⁽⁶⁴⁾. Anche la Cassazione ha espressamente affermato che la limitazione degli effetti della nullità ai soli investimenti sfavorevoli è perfettamente legittima⁽⁶⁵⁾. La questione della configurabilità dell'*exceptio doli* come rimedio all'utilizzo "selettivo" della nullità di cui all'art. 23 t.u.f. è stata oggetto anch'essa di un'autonoma rimessione alle Sezioni Unite⁽⁶⁶⁾.

Va osservato che la tesi per la quale l'*exceptio doli* non sia fondata in questo tipo di fattispecie appare coerente con la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea in tema di clausole

invalido può agire per farne dichiarare la nullità. Per l'invocabilità del divieto di venire contra factum proprium in contrasto all'«opportunismo rimediabile» degli investitori che operino un utilizzo selettivo dell'azione di nullità, v. anche Bertolini, Problemi di forma e sanzioni di nullità della disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediabile?, in Resp. civ. prev., 2010, 2346. Cfr. anche Pagliantini (nt. 34), 146: «Non pare proprio [...] che il sistema italiano conosca seri ostacoli o pregiudiziali tecniche a giudicare abusiva l'azione di nullità nel caso essa sia intrapresa da chi ha approfittato dell'affidamento della controparte».

⁽⁶⁴⁾ Dolmetta, (nt. 11), 48, nota 21. In senso conforme Malvagna, Nullità di protezione e «nullità selettive». A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017, in corso di pubblicazione, per il quale l'inammissibilità dell'*exceptio doli* contro l'uso selettivo delle nullità discende dallo stesso paradigma legale della nullità di protezione, volta strutturalmente a sbilanciare la tutela in favore della parte debole del rapporto: «la prospettiva di conservare la sola parte di operatività la cui rimozione non vada in danno del cliente costituisce un risvolto applicativo interno alle logiche operative che informano la nullità di protezione» (corsivo nell'originale).

⁽⁶⁵⁾ Cass. 8395/2016 (nt. 4): «deve rilevarsi che l'investitore ex art. 99 e 100 c.p.c. può selezionare il rilievo della nullità e rivolgerlo agli acquisti (o più correttamente i contratti attuativi del contratto quadro) di prodotti finanziari dai quali si è ritenuto illegittimamente pregiudicato, essendo gli altri estranei al giudizio. La rilevabilità d'ufficio, peraltro non incondizionata, delle nullità di protezione [...] si limita a configurare la possibilità di estendere l'accertamento giudiziale anche a cause di nullità protettive non dedotte dalle parti senza tuttavia consentirne il rilievo anche ad atti diversi da quelli verso i quali la censura è rivolta».

⁽⁶⁶⁾ Cass., 17 maggio 2017, ord. n. 12390, su cui v. il commento di Malvagna (nt. 64).

vessatorie nei contratti dei consumatori ⁽⁶⁷⁾. Nel decidere la sorte di contratti viziati da clausole vessatorie, inefficaci nei confronti dei consumatori ai sensi dell'art. 6 della direttiva 93/13/CEE, la Corte ha stabilito che il giudice nazionale deve considerare la clausola come non apposta se il contratto può sopravvivere senza di essa, e integrare il contratto ricorrendo al diritto dispositivo se la clausola vessatoria investe un elemento essenziale del contratto. Il criterio ispiratore è il massimo effetto utile per il consumatore, oltre che il massimo effetto deterrente nei confronti del professionista, con la conseguenza che il contratto deve essere mantenuto in vita se la sua caducazione arrecherebbe più pregiudizi che benefici alla parte protetta ⁽⁶⁸⁾.

La nullità di cui all'art. 117 t.u.b. non è di derivazione europea, per cui la giurisprudenza della Corte di Giustizia non è direttamente rilevante per la sua interpretazione; inoltre, trattandosi di nullità totale,

⁽⁶⁷⁾ V. CGUE, 14 giugno 2012, Banco Español de Crédito SA, C-618/10, EU:C:2012:349; CGUE, 30 maggio 2013, Asbeek Brusse, C-488/11, EU:C:2013:341; CGUE, 30 aprile 2014, Árpád Kásler, C-26/13, EU:C:2014:282; CGUE, 21 gennaio 2015, Unicaja Banco e Caixabank, cause riunite C-482/13, C-484-13, C-485/13 e C-487/13, EU:C:2015:21; CGUE 21 dicembre 2016, Cajasur Banco SAU, cause riunite C-154/15, C-307/15, e C-308/15, EU:C:2016:980. In dottrina, v. D'Adda, *Giurisprudenza comunitaria e "massimo effetto utile per il consumatore": nullità (parziale) necessaria della clausola abusiva ed integrazione del contratto*, in *Contr.*, 2013, 16; D'Amico, *L'integrazione (cogente) del contratto mediante il diritto dispositivo*, in D'Amico – Pagliantini, *Nullità per abuso ed integrazione del contratto*, Torino, 2013, 213; Pagliantini, *L'integrazione del contratto tra Corte di Giustizia e nuova disciplina sui ritardi di pagamento: il segmentarsi dei rimedi*, in *Contr.*, 2013, 406; Id., *Nullità di protezione, integrazione dispositiva e massimo effetto utile per il consumatore: variazioni sul tema dell'asimmetria contrattuale*, in *Persona e mercato*, 2012, 96; An. Dalmartello, *Note sulla «cláusula suelo» (clausola floor) nel mutuo bancario di diritto spagnolo: trasparenza delle clausole abusive e (ir)retroattività della nullità di protezione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 756; Id., *Epilogo della questione della clausola floor in Spagna? Chiarimenti della Corte di Giustizia sugli effetti della non vincolatività delle clausole abusive*, in questa Rivista, 2017.

⁽⁶⁸⁾ Cfr. D'Adda (nt. 67), 28, che ritiene che l'orientamento della Corte di Giustizia fornisca una «"iperprotezione" al consumatore, accordandogli un regolamento di interessi assai più vantaggioso di quello che sarebbe assicurato da una "ordinaria", e non abusiva, pattuizione»; Pagliantini, *Profili sull'integrazione del contratto abusivo parzialmente nullo*, in D'Amico – Pagliantini, *Nullità per abuso ed integrazione del contratto: saggi*, Torino, 2013, 157, che parla di un'«ottica di efficienza ultra consumer oriented».

non viene in rilievo la questione dell'integrazione dispositiva. Nondimeno, la nullità delle clausole vessatorie nei contratti con i consumatori occupa sicuramente un posto di preminenza tra le nullità di protezione, per cui non è operazione ermeneuticamente scorretta estendere le conclusioni raggiunte nella sua analisi alle invalidità di cui all'art. 127 t.u.b., soprattutto se si considera che esso è stato modificato nel 2010 proprio sul modello dell'art. 36 cod. cons. (la disposizione che attua nel nostro ordinamento l'art. 6 direttiva 93/13/CEE)⁽⁶⁹⁾. La nuova formulazione descrive l'unilateralità della tutela in termini non più processuali (legittimazione ad agire), ma sostanziali (effetti della nullità)⁽⁷⁰⁾, così che, se sono integrati i fattori costitutivi della nullità, dovrebbe essere preclusa la possibilità di limitare il beneficio che la parte protetta trae dal contratto (che potrebbe quindi, in ambito finanziario, ottenere la ripetizione dei soli investimenti non redditizi; e, in ambito bancario, beneficiare di un fido per anni per poi ottenere la ripetizione di ogni interesse passivo addebitato nel corso del rapporto).

3.2 L'exceptio doli non appare quindi utilizzabile per sanzionare l'incoerenza del comportamento del cliente che lamenti il vizio di forma. Se si accoglie la tesi giurisprudenziale per cui l'abuso del diritto non è nient'altro che un comportamento contrario a buona fede, non può allora condividersi la parte della sentenza del Tribunale di Cuneo in cui viene individuato un abuso del diritto nel comportamento contraddittorio della società attrice.

⁽⁶⁹⁾ Così Girolami, *Le nullità dell'art. 127* [nt. 9], 1597-1599, che osserva che all'art. 36 cod. cons. è riconosciuta una posizione di «centralità [...] nel sistema» anche dai formanti legislativo (che ha significativamente rubricato la disposizione in parola «nullità di protezione») e giurisprudenziale (Cass., sez. un., 12 dicembre 2014, nn. 26242 e 26243, in *Foro it.* 2015, I, 909, § 3.13.1).

⁽⁷⁰⁾ L'art. 127 t.u.b., prima delle modifiche apportate dal d.lgs. 14 dicembre 2010, n. 218, stabiliva che «le nullità del presente titolo possono essere fatte valere solo dal cliente»; mentre il testo attualmente vigente dispone che «le nullità previste dal presente titolo operano soltanto a vantaggio del cliente» (corsivi aggiunti). Per il rilievo che la novella sposti il piano dell'unidirezionalità da quello della legittimazione a quello degli effetti, v. Portolano, *Sub art. 127*, in *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Costa, II. Artt. 70-162, Torino, 2013, 1508.

Come si è accennato, tuttavia, l'abuso può essere ricostruito in termini diversi: in particolare, come esercizio di un diritto per scopi diversi da quelli per i quali l'ordinamento ha riconosciuto ai privati il diritto stesso, ossia come «sviamento dall'interesse protetto»⁽⁷¹⁾. Si è detto che non vi è necessità logica di concepire l'abuso in questi termini invece che in quelli proposti dalla Cassazione; tuttavia, questa tesi sembra preferibile sia per motivi storici⁽⁷²⁾; sia perché il fondamento normativo del divieto di abuso appare più persuasivamente identificabile nella disposizione dell'art. 1438 c. c.⁽⁷³⁾ (dove il fattore dequalificante è proprio lo scopo di ottenere vantaggi ingiusti), piuttosto che in quella dell'art. 1375 c. c.; sia, infine, perché, diversamente, sarebbe difficile rispondere alle critiche di superfluità mosse all'"abuso-mala fede"⁽⁷⁴⁾.

Se si accetta questa concezione del divieto di abuso, allora, appaiono condivisibili i rilievi svolti da una parte della dottrina⁽⁷⁵⁾,

⁽⁷¹⁾ V. supra, nt. 49.

⁽⁷²⁾ La concezione di abuso del diritto recepita dal nostro ordinamento trova le sue origini nella teoria teleologica di Josserand, *De l'abus des droits*, Parigi, 1905; Id., *De l'esprit des droits et de leur relativité. Théorie dite de l'abus des droits*, Parigi, 1927. Secondo questo A., l'ordinamento giuridico non attribuisce i diritti soggettivi ai consociati «dans le vide» (Josserand, op. ult. cit., 2), ma per il perseguimento di una certa finalità sociale, ritenuta dall'ordinamento stesso meritevole di tutela. La conseguenza che ne trae è che un esercizio del diritto avulso dalla destinazione al suo fine sia da ritenersi non consentito.

⁽⁷³⁾ Il divieto di abuso viene ritenuto desumibile dall'annullabilità del contratto concluso mediante minaccia di esercizio del proprio diritto volta ad ottenere vantaggi ingiusti da U. Natoli (nt. 39), 35; Salv. Romano (nt. 39); Nigro (nt. 40), 2558; D'Amico (nt. 40), 20.

⁽⁷⁴⁾ Si osservi che queste osservazioni sono svolte con riferimento al rapporto di corrispondenza biunivoca tra abuso e buona fede che, come si è visto, sembra istituire la Cassazione. È diverso, infatti, dire che "ogni comportamento contrario a buona fede è un abuso del diritto" (nel qual caso, davvero la categoria dell'abuso sarebbe superflua, a meno che non la si consideri un genus di cui la buona fede sia un sottoinsieme) e "ogni abuso del diritto è un comportamento contrario a buona fede, ma non ogni comportamento contrario a buona fede è un abuso del diritto": in tal caso (se cioè si considera l'insieme "abuso" come sottoinsieme dell'insieme "buona fede") si può intendere l'abuso nel senso del testo (sviamento dall'interesse protetto) e comunque trovarne la sorgente nella buona fede senza contraddizioni logiche (il riferimento naturalmente è ancora una volta a Piraino, *Il divieto* (nt. 39), 133-142).

⁽⁷⁵⁾ Gentili (nt. 39); M. Barcellona, *L'abuso* (nt. 39).

per la quale l'abuso non costituirebbe altro che un normale schema di interpretazione – l'interpretazione teleologica – sotto altro nome. Quando i giudici tacciano di abuso una certa condotta legalmente permessa, infatti, compiono un'operazione che è del tutto assimilabile a quella compiuta, «anche in ambiente giuspositivista», dall'interprete che rifiuta tutela ad un caso concreto, pur sussumibile sotto una disposizione normativa, in ragione dell'«intenzione del legislatore», o *ratio legis* ⁽⁷⁶⁾. In una simile prospettiva, si sottolinea che, poiché all'abuso è positivamente assegnato un «senso introverso» ⁽⁷⁷⁾, esso «mima i dispositivi dell'interpretazione teleologica», perché compone antinomie che si creano tra diversi principi regolativi dell'ordinamento mediante «rideterminazioni (funzional-teleologicamente orientate) delle fattispecie coinvolte in tale antinomia» ⁽⁷⁸⁾.

La menzionata sentenza del Tribunale di Cuneo ravvisa un abuso del diritto, oltre che a motivo del comportamento contraddittorio della società attrice, proprio sulla base del rilievo che la carenza di sottoscrizione della banca non pregiudica in alcun modo l'adeguata e trasparente informazione che costituisce la *ratio* dell'art. 117 t.u.b. ⁽⁷⁹⁾. La sostanza dell'argomentazione è perfettamente analoga ai rilievi svolti dalla giurisprudenza precedente, che, senza motivare in termini di «abuso del diritto», ha parimenti rigettato eccezioni di nullità per carenza di firma della banca o dell'intermediario valorizzando il profilo funzionale della regola che impone la redazione per iscritto ⁽⁸⁰⁾.

⁽⁷⁶⁾ Gentili (nt. 39), 318, che osserva come l'abuso viene invocato come argomento quando l'interprete non si limita a disapplicare la lettera della norma in forza della corretta interpretazione della sua *ratio*, come permetterebbe anche l'argomentazione teleologica, ma fa anche rientrare il caso «sotto la *ratio* di un'altra norma, repressiva, e così applica un'altra legge, scelta da lui» (322).

⁽⁷⁷⁾ M. Barcellona, L'abuso (nt. 39), 472: se non si è frainteso, con questa espressione l'A. intende che è possibile sindacare l'esercizio del diritto solo sulla base di norme e principi rinvenibili nell'ordinamento e non sulla base di valori extra-giuridici, come testimonia la «riserva di legge» che puntualmente accompagna le clausole di socialità» (con riferimento agli artt. 41, 42 e 44 Cost.).

⁽⁷⁸⁾ Ivi, 473.

⁽⁷⁹⁾ V. § 20, dove il Tribunale si esprime in termini di «disonomia con la funzione tipica del requisito formale in questo particolare tipo di contratto» (sottolineato nell'originale); § 22, dove si parla di «sviamento dallo schema funzionale tipico per il quale viene concessa la eccezione di nullità».

⁽⁸⁰⁾ V. soprattutto Trib. Milano, 13 novembre 2013, n. 14268, in Nuova giur. civ. comm., 2014, 814, con nota di Tarantino, Forma dei contratti e tutela degli interessi

La letteratura in tema di argomentazione giuridica ⁽⁸¹⁾ ha chiarito che l'interpretazione teleologica, o secondo l'«intenzione del legislatore» ⁽⁸²⁾, procede dall'individuazione dello scopo che il legislatore si è posto nel positivizzare una norma e degli effetti che intendeva conseguire ⁽⁸³⁾. Dall'interpretazione teleologica può derivare un'applicazione di una norma al di là dei confini del suo dato letterale, ad esempio mediante argomento analogico o argomento a fortiori; ma può anche derivare, ed è il caso che qui interessa, una esclusione dal campo di applicazione della norma una fattispecie che, secondo

dei contraenti. La sentenza rileva che la norma in discussione (in quel caso l'art. 23 t.u.f.), ha la «funzione di veicolare al cliente, in termini chiari e durevoli, agevolmente consultabili, le regole del contratto stipulato e i diritti e doveri che ne conseguono». Se dunque è essenziale che il contratto sia firmato dal cliente che in tal modo testimonia la propria presa di coscienza delle condizioni negoziali a cui si sottopone, non altrettanto necessaria è la sottoscrizione della banca, in quanto la sua assenza «non priva di contenuto il contratto redatto per iscritto o la sua conoscibilità da parte del cliente delle regole in esso comprese (di certa provenienza dalla banca), né può ritenersi che la banca abbia un suo sostanziale interesse a sottoscrivere un modulo che essa stessa ha predisposto e quindi ben conosce». Le argomentazioni di questa sentenza sono state considerate persuasive e riprese dalla giurisprudenza di merito successiva: cfr. Trib. Torino, 20 gennaio 2016, n. 316, in www.dirittobancario.it; e Trib. Lecco 570/2016 (nt. 6). Motivano sulla base della funzione della nullità di protezione anche App. Venezia, 28 luglio 2015, in www.ilcaso.it; App. Venezia 2477/2016 (nt. 6); Trib. Pistoia 1267/2016 (nt. 6).

⁽⁸¹⁾ Tarello, L'interpretazione della legge, in Trattato Cicu-Messineo, Milano, 1980; Guastini, Teoria e dogmatica delle fonti, in Trattato Cicu-Messineo, Milano, 1998; Id., L'interpretazione dei documenti normativi, in Trattato Cicu-Messineo, Milano, 2004; Chiassoni, La giurisprudenza civile. Metodi d'interpretazione e tecniche argomentative, Milano, 1999; Id., Tecnica dell'interpretazione giuridica, Bologna, 2007.

⁽⁸²⁾ Art. 12, comma 1°, disp. prel. Naturalmente l'«intenzione del legislatore» non è intesa come la ricostruzione dell'intento degli individui concreti che hanno storicamente contribuito alla redazione ed all'approvazione di una certa disposizione normativa, ma, piuttosto, in un senso «oggettivato», come «la ragione, il motivo, lo scopo, il «risultato pratico», per cui una certa norma è stata emanata, o, se così si vuol dire, il principio che la legge è rivolta a realizzare» (Guastini, L'interpretazione (nt. 81), 150 s.).

⁽⁸³⁾ Ivi, 152: «Latamente intesa, l'intenzione del legislatore è talvolta identificata piuttosto con il suo scopo, ossia con ciò che il legislatore intendeva (non dire ma) fare mediante la legge; gli effetti che voleva conseguire. Fare appello allo scopo del legislatore [...] costituisce uso dell'argomento cosiddetto «teleologico»» (corsivi nell'originale). In senso analogo, Tarello (nt. 81), 370 s.

l'interpretazione letterale, vi rientrerebbe. L'argomento utilizzato è, in questo caso, quello della dissociazione, mediante il quale, con giudizio c.d. controfattuale ⁽⁸⁴⁾, si assume che «il legislatore, pur non avendo fatto una certa distinzione, tuttavia l'avrebbe fatta se avesse presa in considerazione il caso» ⁽⁸⁵⁾ (corsivo nell'originale).

Con riferimento all'art. 117 t.u.b., si osserva innanzitutto che tale disposizione si inserisce nell'ambito del titolo del testo unico dedicato alla «trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti» (titolo VI, artt. 115 ss.) ⁽⁸⁶⁾. Non pare dubbio che la sua funzione – l'effetto che il legislatore intendeva conseguire nel positivizzarla – non sia, come è per la forma scritta di cui all'art. 1350 c. c., di «assicurare contro ogni dubbio la univocità dell'atto e di garantirne la serietà, rendendo avvertito chi la compie che l'atto ha conseguenze sociali le quali vanno maturamente ponderate» ⁽⁸⁷⁾; ma, piuttosto, di garantire al cliente un'adeguata informativa sulle condizioni contrattuali, consentendogli di disporre di un testo contrattuale completo dove possa venire a conoscenza dell'interezza

⁽⁸⁴⁾ Guastini, L'interpretazione (nt. 81), 152: «Intenzione controfattuale è quella che si può congetturabilmente attribuire al legislatore in relazione a fattispecie che si conviene la legge non abbia disciplinato: "Se il legislatore avesse previsto la fattispecie F1, avrebbe disposto che..."» (corsivo nell'originale).

⁽⁸⁵⁾ Ivi, 164. Cfr. Chiassoni, Tecnica (nt. 81), 108 s., che identifica una «direttiva inibitoria» di interpretazione della legge nella «congruenza teleologica», per la quale si vieta di «desumere dalle singole disposizioni, come loro significati tutto considerato corretti, delle norme esplicite che siano incongruenti, dal punto di vista della loro efficienza strumentale, rispetto a un fine imposto da una o più norme – formalmente, o comunque assiologicamente – superiori del sistema».

Si osservi che, anche sotto questo aspetto si riscontra una consonanza tra interpretazione teleologica e uso giurisprudenziale dell'abuso del diritto: v. Gambaro, (nt. 39), 1 s., il quale collega il successo della dottrina dell'abuso a un «fallimento della programmazione normativa», ossia ad una tecnica legislativa poco lungimirante che si traduce in norme che facoltizzano anche comportamenti che, indubbiamente, il legislatore non aveva previsto e voluto.

⁽⁸⁶⁾ Cfr. Dolmetta (nt. 11), 3: «la trasparenza dei contratti bancari non è semplicemente il nomen di insieme delle norme, più o meno sparse, che danno corpo al relativo titolo del testo unico [...] essa esprime, piuttosto, un modo di considerare – un modo di leggere normativamente – i contratti bancari» (corsivo nell'originale). Sul tema della trasparenza, v. anche Mucciarone, La trasparenza bancaria, in Tratt. contratti Roppo, V, Mercati regolati, Milano, 2014, 675.

⁽⁸⁷⁾ Betti, Teoria generale del negozio giuridico², a cura di Crifò, Napoli, 1994, 279. V. anche M. Giorgianni, (nt. 7), 994; Fazio (nt. 7), 45.

dei propri diritti ed obblighi nell'ambito del rapporto negoziale ⁽⁸⁸⁾. Il fatto che quella in esame sia una «forma informativa» ⁽⁸⁹⁾ sembra confermato anche dal fatto che l'art. 117 t.u.b. (così come l'art. 23 t.u.f.) non richiede solamente la redazione per iscritto, ma anche la consegna di un esemplare al cliente ⁽⁹⁰⁾: elemento che manifesta come la preoccupazione del legislatore non sia tanto di imporre una consacrazione formale dell'impegno contrattuale, ma piuttosto di fare acquistare alla disponibilità materiale del cliente un testo negoziale per la sua lettura (e auspicabilmente la sua comprensione) ⁽⁹¹⁾.

⁽⁸⁸⁾ Dolmetta (nt. 11), 97; Mirone, Sub art. 117, in *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Costa, II. Artt. 70-162, Torino, 2013, 1309.

Contestano la tesi per cui l'unico scopo dell'imposizione della forma scritta ai contratti bancari e finanziari sarebbe l'adeguata informazione del cliente: Maffei (nt. 1), 401, il quale ritiene che la sottoscrizione dell'intermediario sia necessaria anche e soprattutto al fine di garantire la fiducia e l'integrità dei mercati, che risulterebbe pregiudicata se non fosse chiaro chi ha prestato il consenso per la banca; Catalano, *Contratti solenni, forma scritta ad substantiam in funzione protettiva ed equipollenti della sottoscrizione: note critiche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 21, la quale ritiene che, pur essendo prevista a tutela del contraente debole, la forma in questione «conserva la sua natura di requisito strutturale dell'atto», e che la sua ratio non è solo «colmare il gap informativo che lo penalizza, ma anche garantire la certezza e la ponderazione del testo contrattuale»; e G. Romano, *La nullità del contratto quadro d'investimento per difetto di sottoscrizione dell'intermediario tra vestimentum negotii, "forma informativa" e uso selettivo del rimedio di protezione. Aspettando le Sezioni Unite*, in *Dir. della banca e del mercato finanziario*, 2017, 592, per il quale nelle ipotesi di "forma protettiva" il fine informativo si somma al rilievo strutturale della forma scritta ad substantiam, ma non lo sostituisce, «secondo un meccanismo che procede semmai per addizione, giammai per sottrazione» (corsivi nell'originale).

⁽⁸⁹⁾ Pasa, *La forma informativa nel diritto contrattuale europeo: verso una nozione procedurale di contratto*, Napoli, 2008; Ead., *Forma informativa*, in *D. disc. priv. sez. civ.*, Agg. V, Torino, 2010, 651 ss.

⁽⁹⁰⁾ Si noti che la Circolare n. 229 del 21 aprile 1999 – 9° Aggiornamento del 25 luglio 2003 della Banca d'Italia, adottata in ossequio alla Delibera CICR n. 286 del 4 marzo 2003, nel ribadire che i contratti sono redatti per iscritto e una copia è consegnata al cliente aggiunge che «La consegna è attestata mediante apposita sottoscrizione del cliente sull'esemplare del contratto conservato dalla banca», con ciò confermando ulteriormente che l'interesse del legislatore è assicurare che sia il cliente ad aver preso visione del testo contrattuale.

⁽⁹¹⁾ È discusso in dottrina se la mancata consegna del contratto al cliente incida sulla validità del negozio. L'opinione prevalente è che l'obbligo di consegna costituisca già obbligazione contrattuale che presume la corretta formazione

Se questa è la ratio della norma, allora, un'interpretazione teleologica mediante dissociazione della fattispecie "contratto sottoscritto dal cliente ma non dalla banca" dalle disposizioni degli art. 117 t.u.b. e 23 t.u.f. – sotto le quali sarebbe, per interpretazione letterale, astrattamente sussumibile – appare giustificata. In questo tipo di casi, il cliente ha ricevuto il contratto, ha avuto modo di esaminarlo e di valutarne le condizioni e lo ha sottoscritto. Lo scopo perseguito dalla norma è stato raggiunto, perché nulla aggiungerebbe all'informazione del cliente la sottoscrizione della banca ⁽⁹²⁾. Sembra

dell'accordo, per cui la sua violazione potrebbe dare luogo solamente a domande di adempimento o, eventualmente, di risarcimento (a condizione che siano soddisfatti i relativi oneri probatori). In questo senso, Dolmetta, *Per l'equilibrio e la trasparenza nelle operazioni bancarie: chiose critiche alla legge n. 154 del 1992*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 393; Brescia Morra – Morera, *L'impresa bancaria: l'organizzazione e il contratto*, in *Tratt. di dir. civ. del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2006, 340; Mirone (nt. 88), 1310; De Angelis, *Sub art. 117*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, III. Artt. 98-1263, Padova, 2012, 1689. Per la tesi per cui la mancata consegna comporterebbe la nullità del contratto, v. Majello, *Sub art. 117*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*. Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, a cura di Belli, Contento, Patroni Griffi, Porzio, Santoro, II, Bologna, 2003, 1395.

⁽⁹²⁾ Si precisa che non si vuole intendere che la consegna di un documento contrattuale sia sufficiente, di per sé, a raggiungere l'obiettivo normativo della piena informazione del cliente, ma piuttosto che la firma del cliente su quel documento rappresenti il massimo risultato sul piano informativo che possa essere raggiunto attraverso l'obbligo di forma di cui all'art. 117 t.u.b. In questo senso, è stato correttamente sottolineato (La Rocca, *Sottoscrizione e forma informativa nei contratti del mercato finanziario*, in questa Rivista, 2017, 22 s.) che, a fronte della complessità del mercato finanziario e della scarsa intelligibilità dei moduli contrattuali degli intermediari per l'investitore retail medio, non appare credibile sostenere che la c.d. forma informativa costituisca «una panacea per tutte le asimmetrie informative». L'inidoneità del mezzo scelto dal legislatore al raggiungimento del fine desiderato non sembra tuttavia essere un argomento sufficiente a mettere in dubbio che l'informazione fosse effettivamente lo scopo perseguito con l'introduzione di tale regola; piuttosto, può e probabilmente deve stimolare riflessioni de jure condendo in merito ai correttivi da apportare al sistema di regolamentazione del mercato mobiliare e dell'attività bancaria perché esso possa meglio garantire la effettiva informazione dei clienti. Sull'inadeguatezza della mera consegna di documentazione precontrattuale ad informare i clienti nel settore del credito al consumo, v. Thaler e Sunstein, *Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Haven, 2008, 132 ss. e spec. p. 136: «it is hard to see the "truth" when it is buried in a mountain of fine print». Gli Autori, nell'ambito

ragionevolmente ipotizzabile che il legislatore, se avesse considerato questo caso, lo avrebbe distinto da quello di un contratto concluso, ad esempio, in forma integralmente orale.

Neppure si oppone a questa conclusione la citata giurisprudenza comunitaria in tema di massimo effetto utile per la parte protetta. Essa chiarisce quali siano gli effetti una volta che la nullità è stata accertata (e per questo un rimedio come l'*exceptio doli* deve dirsi precluso, in quanto esso limita in base a considerazioni di buona fede gli effetti di una nullità in ipotesi verificatasi). Se si accoglie la tesi per cui la forma richiesta dagli artt. 117 t.u.b. e 23 t.u.f. non richieda la sottoscrizione della parte “forte” del rapporto, invece, la nullità non può essere dichiarata e non si può quindi ragionare su come massimizzarne gli effetti utili ⁽⁹³⁾.

Possono forse residuare dubbi in merito alla prova del perfezionamento del contratto: il contratto firmato solo dal cliente, se anche venisse ritenuto sufficiente per l'integrazione del requisito di

della dottrina economica da loro definita «libertarian paternalism» (op. ult. cit., 5), per la quale l'ordinamento giuridico non dovrebbe vietare scelte non ottimali ai privati, ma piuttosto “spingerli gentilmente” (nudge) verso le decisioni più efficienti attraverso scelte normative che minimizzino l'impatto delle biases in cui incorre il consumatore medio, propongono in quest'ambito un approccio c.d. «RECAP», ossia «Record, Evaluate, and Compare Alternative Prices» (op. ult. cit., 93). Gli istituti di credito dovrebbero, in altre parole, fornire un documento riepilogativo, sintetico e di agevole lettura, in cui siano indicati con chiarezza i costi associati all'erogazione del credito, divisi nelle categorie di commissioni ed interessi, così che il cliente possa valutare la convenienza dell'operazione proposta, anche nel confronto con offerte comparabili.

È interessante notare che la normativa italiana appare almeno parzialmente allineata al modello auspicato da questi Autori: l'art. 124, comma 1°, t.u.b., applicabile ai contratti di credito ai consumatori, fa specifico riferimento all'obbligo di fornire «le informazioni necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito presenti sul mercato». In concreto, le banche sono tenute a consegnare un foglio informativo e un documento di sintesi che riportino il TAEG per i mutui, le aperture di credito e gli altri finanziamenti, o l'ISC per le aperture in conto corrente.

⁽⁹³⁾ Cfr. Malvagna (nt. 64), nota 31, che mette in guardia contro l'impropria commistione tra la tesi per cui l'azione di nullità possa essere paralizzata dall'*exceptio doli* perché, pur essendo presenti i presupposti per dichiarare la nullità, il suo esercizio contravviene ai dettami della correttezza; e quella per cui, a motivo di una «riduzione teleologica» della norma da applicare, nella stessa circostanza i presupposti applicativi della nullità non possono essere considerati sussistenti.

forma della normativa bancaria e finanziaria, non dimostrerebbe l'avvenuta conclusione del negozio, perché non risulterebbe provato che la "proposta" del cliente sia stata accettata dalla banca. A ben vedere, tuttavia, in questo caso potrebbe soccorrere senza problemi ogni documento che provi l'esecuzione del rapporto (come ad esempio il periodico invio degli estratti conto): mentre essi sarebbero irrilevanti in caso di controversia su un contratto con obbligo di forma scritta ex art. 1350 c. c., nel caso di specie è già acquisito al giudizio il documento che rispetta integralmente – per le ragioni che si sono dette – i requisiti di forma e non vi sarebbero ostacoli a utilizzare altri documenti per accertare quando il rapporto sia effettivamente iniziato⁽⁹⁴⁾.

In conclusione, più della controversa teoria dell'abuso del diritto, la via dell'interpretazione funzionale appare la più adeguata per la corretta impostazione della questione in esame, il che sembra confermato dall'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹⁴⁾ Contra La Rocca (nt. 92), 26 ss., per il quale la sottoscrizione dell'intermediario è imprescindibile, non solo ai fini dell'imputazione della dichiarazione contrattuale, ma anche come «condotta rituale con la quale il subscribens segnala di ritenersi vincolato alle promesse, alle obbligazioni e all'assetto di interessi delineato nel documento» e come testimonianza dei lavori preparatori di "istruttoria di fido" o di "profilatura" richiesti rispettivamente all'istituto di credito e all'intermediario finanziario.

Cfr. Pagliantini (nt. 1), 692, il quale, pur rifiutando la tesi della interpretazione teleologica della forma, ritiene che in questo tipo di casi si dovrebbe permettere all'intermediario di provare per testimoni e presunzioni la consegna (e quindi l'esistenza) della copia recante la propria firma al cliente, che si rifiuta di produrla in giudizio, secondo un'interpretazione estensiva dell'eccezione prevista all'art. 2724, comma 1°, n. 3), c.c.

⁽⁹⁵⁾ Cass. 10447/2017 (nt. 1), § 9: «potrebbe reputarsi adempiere al requisito della forma scritta [...] la sottoscrizione, da parte del cliente, del modulo contrattuale contenente il contratto-quadro. La cd. forma informativa sarebbe quindi rispettata, perché soddisfatto è l'interesse alla conoscenza ed alla trasparenza, o scopo informativo, cui essa è preordinata».

La natura giuridica degli accordi di ristrutturazione

1. Con la decisione n. 1182 del 18 gennaio 2018 la Corte di Cassazione (Sezione Prima Civile!) afferma che l'Accordo di Ristrutturazione previsto dagli artt. 182-*bis* ss. L.fall. ("l'Accordo") *"appartiene agli istituti del diritto concorsuale"*; ovvero *"al diritto concorsuale"*.

Nonostante la genericità delle espressioni utilizzate, non pare che possano esservi dubbi sulla attribuzione alla Suprema Corte, nel caso di specie, dell'opinione che l'Accordo *ex art. 182-bis* l.fall. costituisca una *"procedura concorsuale"* propriamente detta: la questione controversa, infatti, affermava *"al particolare atteggiarsi del rapporto tra l'art. 111 l.fall. e l'istituto dell'Accordo di Ristrutturazione"*, a proposito dell'attribuibilità o meno del collocamento in prededuzione a crediti professionali sorti *"in funzione"* di un Accordo *ex art. 182-bis* l.fall.: dubbio che viene risolto dalla Suprema Corte in senso positivo, evidentemente ritenendo applicabile l'art. 111 l.fall. – che il diritto positivo riserva alle *"procedure concorsuali di cui alla presente legge"* (fallimentare) – anche all'Accordo di Ristrutturazione.

2. La Suprema Corte illustra, sviluppa e conclude il ragionamento che la conduce alla soluzione sopra riferita, (letteralmente) *in dieci righe* (scarse) – nonostante la esplicita ammissione che *"la questione sottostante"* (i rapporti tra la disciplina dell'art. 111 l.fall. e quella dell'Accordo di Ristrutturazione) *"non ha precedenti nella giurisprudenza della Corte"* -: il che non può non sorprendere, attesa - a non dir d'altro - la non banale rilevanza degli interessi economici investiti dalla soluzione attribuita alla questione controversa.

Ciò precisato, la sinteticità (o sommarietà?) della decisione commentata potrà giustificare – ci si augura – la sommarietà (o sinteticità?) delle osservazioni riservatele in questa sede, in prima battuta.

3. La decisione in commento motiva (per così dire) la conclusione, alla quale perviene, ricavando *"la appartenenza agli istituti di diritto concorsuale"* dell'Accordo di Ristrutturazione *ex art. 182-bis* da taluni

(asseriti) indici, ricavabili “*dalla disciplina alla quale nel tempo è stato assoggettato dal legislatore*”. In rapida sintesi, gli indici rilevanti ai fini dell’attribuzione all’Accordo della natura di “procedura concorsuale” sarebbero i seguenti:

a) “*condizioni di ammissibilità*”: non si vede però, in linea di massima, quali esse siano. Un giudizio di “ammissione” al procedimento che può sboccare in un “Accordo”, non è previsto!

A meno che si scambino le “*condizioni di ammissibilità*” con i *presupposti di omologabilità* dell’Accordo, una volta depositato: ma tali presupposti costituiscono un profilo tutt’affatto diverso da quelli che condizionano la “ammissibilità” del ricorso all’istituto;

b) “*deposito presso il tribunale competente*”: la (non) sintomaticità dell’indice, con riguardo all’attitudine ad attribuire o meno ad un procedimento la natura di “procedura concorsuale”, si commenta da sé;

c) “*pubblicazione al Registro delle Imprese*”: stessa conclusione (anche il Piano di Ristrutturazione Attestato *ex art. 67, co. 3, lett. d) l.fall.*) deve essere pubblicato, se vuole conseguire pienezza degli effetti – *cfr. art. 88, co. 4, d.p.r. n. 971/1986*, che condiziona a detta pubblicità la neutralità fiscale della eventuale remissione del debito, per la parte che eccede la perdita di periodo -);

d) “*necessità di omologazione*”: poiché la natura (o meno) di “procedura concorsuale” dipende (almeno a parere di chi scrive) dagli effetti attribuiti dalla legge ad un determinato procedimento, non è dalla sua sottoposizione ad omologa giudiziale che può essere ricavata una risposta al quesito sulla sua natura: l’omologa giudiziale condiziona *la produzione* degli effetti conseguenti alla instaurazione di un determinato procedimento: non ne determina – invece – *i contenuti*;

e) “*meccanismi di protezione temporanea*”: nel procedimento di “Accordo” *ex art. 182-bis l. fall.* i “meccanismi di protezione” che si producono non hanno la funzione loro assegnata nelle “procedure concorsuali” propriamente dette (fallimento; concordato preventivo; ecc.). Nelle procedure concorsuali, i meccanismi sono rivolti *a proteggere i creditori* (contro gli atti di disposizione del debitore attentanti alla integrità del patrimonio; contro la effettuazione di pagamento “preferenziali” o la costituzione di garanzie “discriminatorie”; contro le iniziative di singoli creditori comportanti la alterazione della *par condicio creditorum* – *cfr. artt. 44 e 45 l. fall.*; *cfr.*

artt. 16, co. 7 e 169 l. fall. -); nell'Accordo di Ristrutturazione i "meccanismi protettivi" invocati dalla Suprema Corte hanno la funzione di *proteggere il debitore* (contro iniziative cautelari od esecutive dei creditori), non apprestando - invece - alcuna tutela per i creditori, né nei confronti degli atti di disposizione del debitore (che sono perfettamente validi ed opponibili, suscettibili a tutto concedere di giustificare la risoluzione dell'Accordo se contrari al suo contenuto, ma senza per ciò perdere di validità); né nei confronti dei pagamenti "preferenziali" (finanche rivolti all'estinzione di debiti pregressi, e rimuovibili con esclusivo ricorso all'azione revocatoria nell'eventuale fallimento consecutivo - cfr. anche *infra*, n. 4 - , ma non con richiamo ad una inesistente inefficacia od inopponibilità); né nei confronti degli atti costitutivi di garanzie "discriminatorie" (essendo il previsto divieto di acquisire titoli di prelazione limitato ai soli atti costitutivi di garanzie reali "*non concordati*" con il debitore - *quindi ancora una volta in funzione protettiva dello stesso contro il rischio delle ipoteche giudiziali dei creditori* -, senza che ciò impedisca la costituzione di garanzie volontarie - cioè "*concordate*");

f) "*esonero da revocabilità di atti, pagamenti e garanzie posti in essere in sua esecuzione*": trattasi di indice da giudicare (di per sé) non significativo, essendo comune a procedimenti - quale il Piano di Risanamento Attestato: cfr. art. 67, co. 3, lett. d) l.fall. - di cui non si dovrebbe dubitare la *estraneità* al novero delle "procedure concorsuali";

g) "*forme di controllo... sulla composizione negoziata*": anche la sussistenza di un controllo giudiziale sulla esistenza dei presupposti per la produzione di determinati effetti giuridici *nulla dice* - di per sé - sul *contenuto* di tali effetti, e dunque sulla loro attitudine (o meno) a giustificare l'assimilazione del procedimento relativo alle "procedure concorsuali";

h) "*forme di... pubblicità sulla composizione negoziata*": vale quanto riferito *sub* lett. c) e *sub* lett. g);

i) "*effetti protettivi*": non ne sussistono, se non nei limiti (e con le conseguenze) esposti *sub* lett. e).

4. Quel che più rileva, peraltro, nella valutazione della condivisibilità della conclusione alla quale perviene la Corte di Cassazione, è rappresentato dalla mancanza di qualsiasi attenzione alla

considerazione delle conseguenze che derivano sul piano delle relazioni con una serie di norme di diritto positivo che contraddicono il risultato conseguito dalla Suprema Corte.

Una volta attribuita natura di “procedura concorsuale” all’Accordo di Ristrutturazione, infatti, si può osservare – in prima battuta, e senza presunzione di completezza – che:

a) non si comprende perché ai fini della “retrodatazione” del c.d. “periodo sospetto” rilevi l’apertura del procedimento di Concordato preventivo, rispetto al fallimento consecutivo, e non rilevi invece – deponendo in senso inequivocabilmente contrario l’art. 69-*bis*, co. 2, l.fall., che attribuisce rilievo, sotto tale profilo, esclusivamente al Concordato preventivo – la pregressa omologazione di un “Accordo”;

non si comprende la differenza della disciplina disposta per il pagamento dei cc.dd. “fornitori strategici” nel Concordato preventivo e nell’Accordo di Ristrutturazione. Per entrambe le fattispecie è prevista (*cfr.* art. 182-*quinquies*, co., 5 e co. 6, l.fall.) la *autorizzazione giudiziale* alla effettuazione di tali pagamenti: ma la circostanza che la esenzione dall’azione revocatoria “*di cui all’articolo 67*” dei pagamenti autorizzati sia prevista *esclusivamente* per i pagamenti effettuati in corso di “Accordo”, dimostra: (i) che per i pagamenti di crediti pregressi (di “fornitori strategici”) nel Concordato preventivo, l’autorizzazione ha la funzione di *superare un divieto* (il divieto del pagamento dei debiti pregressi, pacificamente ricavato dalla disciplina del Concordato). L’autorizzazione non ha invece la funzione di esentare il pagamento dall’azione revocatoria fallimentare, perché i pagamenti effettuati (*nel corso* del Concordato preventivo, dunque *dopo* l’apertura) non sono revocabili, essendo ciò incompatibile con l’affermazione della revocabilità dei pagamenti effettuati *prima* dell’apertura del Concordato, e *a ritroso* (*cfr.* art. 69-*bis*, co. 2, l.fall.). I pagamenti effettuati nel corso del Concordato sono semplicemente *opponibili* (se legittimi) ovvero *inopponibili* (se non autorizzati); mentre (ii) per il pagamento di crediti pregressi (di fornitori strategici) nell’Accordo di Ristrutturazione, l’autorizzazione deve essere richiesta *soltanto* allo scopo di sottrarre il pagamento di debiti pregressi alla (altrimenti proponibile) azione revocatoria fallimentare, rimanendo – per il resto – un atto perfettamente legittimo e come tale opponibile ai creditori (*supra*, n. 3 lett. e). Per non dire – e qui si può concludere la breve riflessione dedicata alla decisione della Corte – che neppure si

comprende come si ritenga di potere parlare di “concorso” a proposito di un istituto (l’Accordo *ex art. 182-bis l fall.*) che potrebbe coinvolgere anche *un solo creditore* (poniamo, la Capogruppo che avesse concesso alla controllata crediti finanziari o commerciali per oltre il 60% dell’indebitamento complessivo), mantenendo *estranei tutti gli altri*.

