

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2019

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH (RADBOUD UN.), PIERRE-HENRI CONAC (UN. LUXEMBOURG), RAFFAELE DI RAIMO (UN. SALENTO), ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI JR. (UN. ROMA “TOR VERGATA”), RAFFAELE LENER (UN. ROMA “TOR VERGATA”), UDO REIFNER (UN. HAMBURG), FILIPPO SARTORI (UN. TRENTO), ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI (UN. CATTOLICA - MILANO), THOMAS ULEN (UN. ILLINOIS)

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA (UN. BOCCONI – MILANO), PAOLOEFISIO CORRIAS (UN. CAGLIARI), MATTEO DE POLI (UN. PADOVA), ALBERTO LUPOI (UN. PADOVA), ROBERTO NATOLI (UN. PALERMO), MADDALENA RABITTI (UN. ROMA TRE), MADDALENA SEMERARO (UN. MAGNA GRECIA), ANDREA TUCCI (UN. FOGGIA)

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI (UN. PIEMONTE ORIENTALE), SANDRO AMOROSINO (UN. UNINETTUNO), SIDO BONFATTI (UN. MODENA E REGGIO EMILIA), FRANCESCO CAPRIGLIONE (UN. GUGLIELMO MARCONI), FULVIO CORTESE (UN. TRENTO), BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI (UN. BOLOGNA), DANIELE MAFFEIS (UN. BRESCIA), RAINER MASERA (UN. GUGLIELMO MARCONI), UGO MATTEI (UN. TORINO), ALESSANDRO MELCHIONDA (UN. TRENTO), UGO PATRONI GRIFFI (UN. BARI), GIUSEPPE SANTONI (UN. ROMA “TOR VERGATA”), FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI (UN. PALERMO), FILIPPO SARTORI (UN. TRENTO),
MADDALENA SEMERARO (UN. MAGNA GRECIA)

COMITATO EDITORIALE

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

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

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

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

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

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

ALDO ANGELO DOLMETTA, Misure urgenti per la prevenzione delle crisi bancarie	1
SANDRO AMOROSINO, Imprese e mercati tra autonomia privata e regolazioni pubbliche. Appunti per una lezione inaugurale.....	11
GIOVANNI FALCONE, Il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere al momento di accesso al concordato preventivo ed al giudizio di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti nel nuovo "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza"	19
CORRADO CHESSA, Le tutele derivanti dalla polizza assicurativa stipulata dalle strutture e dagli esercenti l'attività sanitaria	35
GIAN LUCA GRECO, Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari	61
ELISABETTA PIRAS, Le società di mutuo soccorso tra legge istitutiva, terzo settore e codice delle assicurazioni	99
PAOLO CARRIÈRE, Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione.....	117

SOMMARIO

ALBERTO MAGER, Legittima la segnalazione in CRIF del “mero” inadempimento. Commento a Cassazione Civile, Sez. III, 22 agosto 2018, n. 20896..... 1

FRANCESCO PETROSINO, Pegno di strumenti finanziari, vendita anticipata ex art. 2795 c.c. e buona fede oggettiva. Commento a Cassazione Civile, Sez. VI, 4 ottobre 2018, n. 24382 – Pres. Campanile, Rel. Dolmetta..... 5

Misure urgenti per la prevenzione delle crisi bancarie*

1.- Ritengo ancor oggi preferibile tenere separata l'analisi relativa all'attività di credito da quella inerente all'attività di patrimonializzazione. Pur nell'evidente riconoscimento delle numerose interferenze che tra queste attività vengono a porsi sia a livello operativo (cfr. n. 13 ss.), sia a livello di rapporti tra autorità di Vigilanza (cfr. n. 36 ss.), sia pure a livello di offerta di prodotti sul mercato (di questi ultimi – quali ad esempio i c.d. prestiti baciati e le varianti del c.d. *my way* – va senz'altro prevista, con specifica norma di legge, la radicale nullità dell'operazione).

Attività di credito

2.- In proposito, l'attenzione va diretta, come è naturale, al fenomeno dei crediti deteriorati. Rispetto ai quali va subito notato come le cause principali del fenomeno non si limitino al tema (comunque centrale) delle disfunzioni in sede di concessione del credito, di suo monitoraggio e relativo recupero. Tra le cause principali del fenomeno va pure annoverato, a mio avviso, quella connessa all'eccessivo costo del credito (o carico economico) per il cliente; in particolare, per il settore delle piccole medie imprese (oltre che per quello rappresentato dalle persone fisiche).

3.- Per rendersene conto, basta constatare che – secondo il decreto di rilevazione usuraria del IV trimestre del 2018 – il tasso soglia per gli scoperti di conto corrente (oltre gli € 5.000,00) supera il livello del 22% annuo (e le rilevazioni trimestrali non considerano tutti gli oneri effettivi del credito, quali, ad esempio, i c.d. oneri eventuali, dagli interessi moratori in poi). E' dunque da chiedersi come possano reggere un simile carico economico le imprese di piccola/media dimensione, specie ove sopravvenga una situazione di (più o meno accentuata e/o momentanea) flessione della domanda.

* Nota predisposta per l'audizione Commissione Finanze Camera deputati – 24 gennaio 2019. Grazie a Ugo Malvagna, Alfonso Scarano e Antonella Sciarrone per i loro contributi.

4.- Il rilievo porta direttamente alla considerazione del punto degli sprechi e delle spese di produzione eccessive da parte delle imprese bancarie. Così, in via di semplice descrizione, in relazione a: costi del personale, compresi quelli relativi ai vertici aziendali; costo degli immobili strumentali; utilizzo (e messa a reddito) degli immobili non strumentali; costi di *compliance*; costi per le difese giudiziali e per il precontenzioso, ecc.

5.- La materia, così evocata, esige (per lo meno) il riscontro di un effettivo utilizzo – e forte – dei poteri di vigilanza e controllo anche attivi che il TUB assegna alla Banca d'Italia (dopo la riforma del 2015, specie nell'art. 53 *bis*). Sicuramente utile in proposito potrebbe risultare, poi, una rivisitazione in chiave «concorrenziale» della legge sull'usura: tra l'altro, con affidamento delle rilevazioni del tasso soglia non più alla Banca d'Italia, ma direttamente al MEF ovvero all'AGCM (e compiuta riscrittura delle attuali istruzioni per la rilevazione dettate dalla Banca d'Italia); un intervento più radicale potrebbe consistere nella fissazione dei tassi soglia non più in via di rilevazione statistica del mercato, bensì in di determinazione autoritativa (da parte del Governo), con prefissate scadenze temporali di aggiornamento.

6.- In punto di concessione, monitoraggio e recupero del credito è necessario, a mio avviso, un forte miglioramento del livello di efficienza delle imprese. Occorre abbandonare, cioè, la strategia focalizzata in modo esclusivo (o comunque centrale) sull'intervento di salvataggio *ex post* delle imprese che siano entrate in crisi e quindi focalizzata sul solo punto della stabilità (mantenuta artificialmente) delle singole imprese. La frequenza e le misure delle crisi bancarie di questi ultimi anni indicano da sole che questo metodo, del tutto tradizionale in Italia, non è idoneo a portare risultati appaganti.

7.- Occorre dunque intervenire sulla fisiologia del sistema, con misure atte a incrementare l'efficienza dei singoli enti. Incrementare l'efficienza significa anche evitare che il positivo risultato economico delle imprese sia frutto derivato dalle c.d. rendite di posizione (basta richiamare il dato storico delle c.d. valute fittizie).

8.- L'apparato sanzionatorio predisposto dal TUB contiene regole sia repressive (art. 144), sia inibitorie (art. 128 *ter*) in proposito. Si tratta, peraltro, di individuare il livello di efficienza di queste misure: sia in punto di idoneità (astratta, prima di tutto) delle stesse, sia pure in punto

di effettivo utilizzo delle stesse da parte della Banca di Italia, che nell'attuale sistema normativo è detentrica del relativo potere.

9.- L'utile incidenza di questo apparato sanzionatorio sull'attività delle banche vigilate tra le altre cose suppone, naturalmente, un importante ricorso – per quantità e pure (soprattutto, pare) per qualità – allo strumento delle ispezioni. Occorrerebbe che il mercato fosse in certa misura edotto dell'esistenza di queste ispezioni (sul tema v. pure *infra*, n. 39), dei loro costi (che talvolta si afferma essere eccessivi) e dei loro esiti. Lodevole, in questa prospettiva, anche una normativa che cerchi di eliminare il rischio di «collusioni» (*aut similia*) tra ispettori ed ente ispezionato (naturalmente, il rilievo di una simile normativa è variabile, dipendendo in specie dal peso – per profondità e per effetti – che venga dato allo strumento ispettivo).

10.- Ai fini dell'incremento dell'efficienza delle imprese può essere strumento importante pure la predisposizione in via legale di una normativa negoziale orientata in questa direzione (che evidentemente è quella della concorrenzialità). In proposito, la normativa vigente risulta suscettibile di numerosi e significativi miglioramenti.

11.- In termini di mera indicazione si segnalano, qui seguito, alcuni punti sensibili al riguardo: riformulazione della disciplina del decreto ingiuntivo bancario; abrogazione della normativa del credito fondiario; introduzione della regola per il cui recesso della banca dall'apertura di credito (o rapporto di sconfinamento) può avvenire solo per giusta causa specificamente indicata nell'atto (formale) di recesso ovvero diventare operativo solo dopo il decorso di un periodo bimestrale di preavviso; introduzione di una normativa *ad hoc* per l'imputazione dei pagamenti nei rapporti bancari; diritto del cliente di conoscere, a richiesta, il *rating* (c.d. valutazione interna di affidabilità del cliente) assegnatogli dalla Banca; ripristino di una disciplina generale per la portabilità (gratuita) dei mutui; fissazione del limite di impegno della garanzia fideiussoria in termini congrui con l'esposizione in essere del debitore principale; previsione espressa di inderogabilità dell'art. 1957 cod. civ.

12.- Più in generale, potrebbe essere utile portare a disciplina comune delle operazioni bancarie gran parte delle regole attualmente scritte per il solo caso del consumatore del credito. Sicuramente opportuno sarebbe rendere generale le azioni di classe di cui agli attuali artt. 139 ss. codice consumo.

13.- Vanno vietate in modo radicale le operazioni in conflitto di interesse, con adeguata sanzione negoziale e anche con riscrittura dell'attuale norma dell'art. 136 TUB. Il problema principale in materia – nella prospettiva sostanziale di ridurre il più possibile rischi e costi del clientelismo – è di individuare in modo ragionevole, ed efficiente insieme, il perimetro dei rapporti da colpire (così anche distinguendoli dalle fattispecie di semplice trascuratezza istruttoria o gestoria, dipendente dalla sussistenza di «rapporti personali», comunque fonti di responsabilità risarcitoria).

14.- E' da studiare l'eventualità di introdurre un'azione di responsabilità dei creditori (falsariga dell'art. 2394 cod. civ.) anche nei confronti del *management*

Di grado immediatamente inferiore a quello di direttore generale.

15.- Quanto alla classazione di un credito nel quadro dei crediti deteriorati: secondo il sistema italiano, il fenomeno ingloba tre categorie: le sofferenze (*i.d.*: insolvenze); i crediti di improbabile realizzo integrale; i crediti scaduti da oltre 90 giorni. E' da chiedersi se sia corretto che queste tre categorie siano sottoposte a un destino comune.

16.- E' da chiedersi, pure, se sia effettivamente opportuna l'eventuale adozione della c.d. procedura del calendario (mero criterio del passaggio del tempo per la progressiva svalutazione del credito): indipendentemente, cioè, anche dalle azioni concretamente messe in atto per il recupero del credito (in effetti, la procedura del calendario appare, in ragione dell'esasperato massimalismo, che la connota, particolarmente «pericolosa»).

17.- E' da chiedersi, altresì, sulla base di quali specifiche, puntuali valutazioni avvenga (meglio, debba avvenire) il transito dal primo al secondo livello (e da questo, poi, al terzo), posto il carattere eminentemente discrezionale della classazione al secondo livello di deterioramento (come pure al terzo livello). Prima ancora, peraltro, è da riscontrare che la classazione al primo livello, se in certi casi risponde a un criterio di ordine materiale (così nel mutuo), in altri pure è di tratto discrezionale (recesso da elasticità di fido a tempo indeterminato).

18.- E a questo proposito è da chiedersi, ancora, a quali verifiche e controlli (anche da parte dell'Autorità) siano soggette tutte queste valutazioni e i conseguenti comportamenti gestori (sul tema v. Banca d'Italia, Linee guida per le banche *Less Significant* in materia di

gestione di crediti deteriorati, gennaio 2018, che peraltro assume una prospettiva di tratto molto procedimentale).

19.- Peraltro, tutto il sistema della gestione dei crediti deteriorati dovrebbe essere fatto oggetto di attenzione specifica. Prima di tutto, sotto il profilo dell'operatività: così, sul punto di «raccolta documentale», che ovviamente le banche dovrebbero possedere in termini di sufficiente corredo probatorio, credito per credito, conservandolo sino a recupero avvenuto; così, sul punto di gestione e valutazione delle garanzie a servizio del credito (particolare importanza hanno, in proposito, i temi dell'attendibilità delle perizie e dei costi delle medesima); così, ancora, sul punto della definizione strategica del recupero credito (ad esempio, circa le eventuali transazioni).

20.- Valutazione di un credito come deteriorato, svalutazione dello stesso nell'attivo patrimoniale dell'ente e sua cessione a terzi costituiscono momenti distinti e solo relativamente comunicanti. Quello della monetizzazione dei crediti deteriorati, più ancora degli altri, rappresenta spesso un punto oscuro.

21.- E' da chiedersi, tra l'altro, quali meccanismi di mercato regolino - dal punto di vista dei potenziali acquirenti - la cessione dei crediti deteriorati. In particolare, per quanto attiene alla fissazione del prezzo della cessione e con riferimento a masse indifferenziate di crediti (che potrebbero anche essere considerati, pur nel caso di differenze significative in punto di effettiva recuperabilità e di tempistica di recupero, come fatti del tutto omogenei tra loro).

22.- E' da chiedersi in via correlata se - quand'anche svalutati nell'attivo patrimoniale - non sia partito preferibile la strada della gestione diretta del recupero dei crediti in discorso ovvero quella di affidare a terzi (specializzati) semplici mandati all'incasso (anche tenuto conto della potenziale recuperabilità al novero dei clienti dei debitori in questione).

Attività di patrimonializzazione

23.- In relazione alla patrimonializzazione degli enti bancari si è delineata, nell'attuale, una antinomia peculiare, avallata tra l'altro dagli organi della Comunità Europea. Da un lato, si insiste fortemente sull'esigenza (esigenza primaria) di patrimonializzare, e ripatrimonializzare, questi enti: e con investimenti segnatamente

privati. Dall'altro, pure si insiste, tuttavia, nel richiedere – e nel tendere a rafforzare – la tutela dei risparmiatori circa la sorte dei loro investimenti.

24.- Sulla patrimonializzazione e sulla dinamica di principale rimpinguamento, ovvero gli aumenti di capitale a mercato (soprattutto se si tratta di aziende quotate) bisogna ricordare la problematica degli aumenti di capitale iperdiluitivi (utilizzatissimi nell'ultimo periodo da parte delle banche). Si ritiene che le operazioni iperdilutive provochino necessariamente anomalie nell'andamento dei prezzi di mercato dei titoli azionari, perché devono essere appetibili per il loro sottoscrittore e quindi avere un prezzo di negoziazione tale da «invitare» al rischio. Con la conseguenza che si volgono in danno degli azionisti già presenti in società (il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni essendo sensibilmente più basso di quello dell'ultimo giorno di quotazione del titolo). Ci si chiede se il metodo *rolling* individuato dalla Consob al riguardo sia davvero sufficiente al bisogno.

25.- Quantità o qualità degli investimenti? Quale l'obiettivo prioritario?

26.- A me pare che, per l'ordinamento italiano, la risposta sia scritta nella Costituzione. La norma dell'art. 47 non sottrae l'investimento in titoli bancari dal destino comune a tutti gli altri investimenti: che è, in pari tempo, di «incoraggiamento» e di «tutela»; come a fornire, per dire, un porto di accoglienza sicura. Piuttosto, l'art. 47 rimarca – e nella stessa frase normativa – l'esigenza di un peculiare controllo del credito, quale attività intrinsecamente sensibile. D'altro canto, l'eventualità di una «minor tutela» dell'investitore bancario potrebbe comportare – con riferimento, almeno, all'*homo rationalis* – al non voluto risultato della disincentivazione dell'investimento in questo tipo di attività.

27.- Il principio costituzionale dell'art. 47 trova poi un primo momento di svolgimento nelle due clausole generali dettate dal TUF per la materia dei rapporti (dei servizi di investimento) degli intermediari con la clientela: l'azione dell'intermediario deve «servire al meglio l'interesse dei clienti» (art. 21, comma 1, lett. a.) e deve essere organizzata in modo da «assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e dell'attività» (art. 21 comma 1, lett. d.). L'utilizzo di questi principi potrebbe (e dovrebbe) essere implementato e accresciuto rispetto a quanto avviene nel sistema attuale (TUF e Regolamenti Consob).

28.- Di capitale importante è, in materia, l'effettiva adeguatezza dell'operazione fatta dal cliente. E' da ritenere ormai superata l'idea che la tutela dell'investitore si sostanzi e si esaurisca nell'obiettivo della c.d. informazione consapevole. In realtà, il cliente medio (e anche qui non si può non pensare, tra le altre cose, alle imprese di piccola o media dimensione) non è in grado – per una serie di ragioni (tempo; professionalità; cultura) - di intendere sino in fondo le informazioni fornitegli e di gestire al meglio i propri investimenti: e tanto più nel campo del bancario, dove risulta particolarmente elevata la moltiplicazione della tipologia di investimenti (si pensi alle tante categorie di subordinati).

29.- Poste queste premesse, sarebbe determinante introdurre una regola appositamente destinata a imporre all'intermediario il divieto di fare compiere al proprio cliente delle operazioni oggettivamente inadeguate per il suo profilo. Di fronte a queste operazioni l'intermediario deve comunque astenersi: se non lo fa, non può che assumersi il rischio di esito negativo dell'investimento.

30.- In questa prospettiva, particolare rilievo assume la raccolta di informazioni che – già nel regime vigente – l'intermediario deve raccogliere per costruire il «profilo di investitore» del proprio cliente. In proposito sarebbe tuttavia importante prevedere il maggior peso che debbono possedere i dati e le informazioni oggettive fornite dal cliente (misura del reddito; composizione familiare; proprietà immobiliari; ecc.) rispetto alle dichiarazioni di intenti rese dal medesimo (in punto, ad esempio, di propensione al rischio). E' nota, del resto, la scarsa attendibilità dei metodi che si incentrano sulla valutazione della c.d. propensione al rischio dell'investitore (tanto più, come detto, se tale valutazione è frutto di mere dichiarazioni soggettive dell'investitore interessato).

31.- Un altro profilo particolarmente rilevante attiene ai conflitti di interesse. I servizi di investimento di cui alla normativa TUF e regolamentare, sono spesso considerati, da parte dell'operatività delle imprese bancarie, come svolgimento di una autonoma e distinta attività di impresa. Di frequente, le imprese bancarie considerano quest'attività come uno strumento di propria raccolta del risparmio ovvero del proprio gruppo di appartenenza, proponendo pressoché solo prodotti propri o del proprio gruppo (si tratti di azioni o di obbligazione o di altri prodotti). Questa tendenza innesca un istituzionale conflitto di interessi;

nel migliore di casi, limita ingiustificatamente la gamma dell'offerta di investimento.

32.- Di sicuro non basta – rispetto a questo fenomeno (peraltro, in parte indotto dalla Comunità Europea, si è accennato sopra, nel n. 21) – una disciplina di mera procedimentalizzazione, qual è quella attuale. Per tutelare gli investitori, occorrerebbe ridurre al minimo, se non proprio escludere, l'eventualità che i servizi di investimento possano essere una specie di «commercializzazione» dei propri prodotti.

33.- L'operazione in conflitto di interessi (se non altro, quella proposta dalla fattispecie appena rappresentata) va dunque oggettivamente vietata. In difetto, l'intermediario assume (anche qui) il rischio di esito negativo dell'investimento. Particolare attenzione va in ogni caso dedicata al contratto o al consorzio di collocamento. Così come al tema dell'effettiva utilità dell'indicazione, da parte dell'intermediario in conflitto di interessi, di «titoli comparabili alternativi», di cui alla normativa della Mifid 2.

34.- Più in generale, è da domandarsi se la distribuzione di titoli bancari debba in ogni caso avvenire a mezzo di fondi mobiliari di investimento (e non anche *retail*): così da produrre una fisiologica distribuzione del rischio legato agli investimenti. Sarebbe opportuno prevedere, altresì, che gli investimenti di rischio elevato siano contenuti entro una data percentuale massima del patrimonio complessivamente investito presso quel dato intermediario (30%?).

35.- Molto delicato è, poi, il punto del (continuo) monitoraggio dell'investimento (per l'intera durata dello stesso). In proposito, occorre prevedere (al verificarsi di determinate soglie in riduzione) degli obblighi di avviso a carico degli intermediari.

36.- Particolare attenzione e controllo occorre comunque dare alle c.d. gestioni individuali (art. 24 TUF): specie in relazione al profilo del conflitto di interessi; a quello della distribuzione del rischio; come pure a quello del monitoraggio.

37.- In aggiunta alla norma dell'art. 23 comma 6 TUF (inversione dell'onere della prova in punto di diligenza dell'intermediario), sarebbe importante esplicitare, con disposizione *ad hoc*, che – nel caso di accertato inadempimento dell'intermediario – è presunta (salva prova contraria) la sussistenza del nesso di causalità tra inadempimento e danno.

38.- Un altro aspetto, che a me pare molto importante, è quello della professionalità degli intermediari. Per dare ai clienti prodotti che siano adeguati alle esigenze di questi, occorrono conoscenze e competenze specifiche. Non tutte le banche sono attrezzate per fornire questo servizio. D'altra parte, è necessario focalizzare molto di più l'attenzione sulla regolamentazione della formazione finanziaria degli operatori persone fisiche, che nell'attuale appare sostanzialmente latente (di certo non si può pensare che basti, in proposito, la norma dell'art. 26 TUB).

39.- Un punto a parte attiene all'informazione al mercato delle ispezioni compiute dalle Autorità di Vigilanza, una volta che sia trascorso un periodo di tempo (breve: sei mesi?). Questo, naturalmente, non solo per la (necessaria) trasparenza – e controllabilità - dell'agire delle Autorità, ma pure per l'orientamento del mercato (si ricorda, a mo' di esempio, che il prezzo delle azioni delle banche venete veniva fissato in modo «arbitrario o quasi»). Non risponde al vero, in particolare, che «la stabilità si tutela anche con la riservatezza» (secondo quanto ancora affermato dalle Autorità con riferimento alla vicenda delle banche venete). In via correlata, è da proporre una revisione della norma dell'art. 7 TUB in punto di «segreto d'ufficio».

Rapporti tra Banca d'Italia e Consob

40.- I rapporti tra Banca d'Italia e Consob sono sempre stati complicati (sin dal tempo della costituzione di quest'ultima, che data alla metà degli anni settanta). Tra le altre, del tema della collaborazione tra le Autorità si occupò in modo particolare la legge sul risparmio, n. 262/2005, che faceva seguito all'emersione di un grosso scandalo e che puntava sulla linea della collaborazione informativa.

41.- Non si può dire, peraltro, che le cose siano migliorate dall'epoca. Tant'è che – proprio con riferimento alla recente cessione e messa in liquidazione delle Banche venete – sono ancora emersi specifiche problematiche di lacune informative e di non avvenuti coordinamenti.

42.- Posti questi precedenti, lascia perplessi l'idea avanzata dalla Commissione Casini (p. 176) di stabilire un «rafforzamento del sistema di scambio reciproco di informazioni», con «riunioni a cadenza periodica». Così come non può non lasciare perplessi l'idea di costituire

comitati (solamente) consultivi (al di là della maggiore o minore rappresentatività che allo stesso sia data).

43.- Perso atto della materiale impossibilità, nell'oggi, della fusione in una delle due Autorità, occorre pure prendere atto del fallimento di un. sistema basato semplicemente sulla linea della collaborazione informativa.

44.- Sembra opportuno procedere, piuttosto, sulla linea della integrazione. Che, muovendosi in un'ottica di realismo, parta non dai vertici strutturali delle Autorità, quanto piuttosto dai rispettivi corpi intermedi. In particolare si può pensare a prevedere una (almeno parziale) condivisione delle strutture e delle iniziative ispettive (ma altre cose potrebbero essere portare verso l'integrazione, come, ad esempio, le segreterie tecniche degli organismi arbitrale della Banca d'Italia, c.d. ABF, e della Consob, c.d. ACF).

**Imprese e mercati tra autonomia privata e regolazioni pubbliche.
Appunti per una lezione inaugurale.***

È molto utile che nell'inaugurazione congiunta dei corsi di diritto commerciale e diritto bancario vengano posti al centro temi e concetti generali – impresa, mercato, autonomia, regolazione – e le loro connessioni e reciproci condizionamenti.

Per entrare in argomento è indispensabile una sommaria messa a fuoco dei diversi temi, partendo dal primo, l'impresa, definibile come una struttura organizzativa (di capitali, risorse umane – il lavoro – saperi, strutture materiali) costituita in funzione dello svolgimento di un'attività economica; parliamo, dunque, di un'organizzazione funzionale all'attività economica.

Oggi viene naturale concentrare l'attenzione sull'impresa come *oggetto centrale* dei rami del diritto che si occupano delle attività economiche, ma per moltissimi anni non è stato così: al centro dell'attenzione sono state, sulla scorta dell'art. 2082 del codice civile la figura umana dell'imprenditore e le varie *forme giuridiche* – dalla ditta individuale sino alla società per azioni quotata in borsa – che l'imprenditore sceglie come centro di imputazione, cioè di riferimento, dei rapporti giuridici che riguardano l'impresa, il suo funzionamento e la sua attività esterna.

Dobbiamo ad alcuni maestri del diritto commerciale, tra cui Giorgio Oppo (“*Principi*”, in AA.VV. *Trattato di diritto commerciale*, Torino 2002), Vincenzo Buonocore (voce *Impresa* in *Enciclopedia del Diritto*, *Annali I*, Milano 2007), e Paolo Ferro-Luzzi (*Lezioni di diritto bancario*, vol. I, Torino 2004), aver rimesso al centro della scena l'impresa come entità giuridica *autonoma e fondamentale*, che, nelle varie situazioni – di trasformazione o di crisi – deve essere – ove possibile – salvaguardata come *valore in sé*, a prescindere dalla sorte della società che le gestisce.

* Testo della lezione inaugurale congiunta dei corsi di diritto commerciale e di diritto bancario, tenuta il 14 marzo 2019 nella Scuola di Giurisprudenza dell'Università di Salerno, con il patrocinio dell'ADDE – Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia. Il testo, che ha ovviamente taglio e finalità *didattiche*, è dedicato – sperando sia loro utile – alle studentesse ed agli studenti salernitani come augurio per il loro futuro.

La libertà di iniziativa economica – garantita dall’art. 41 della Costituzione – si concretizza, quindi, nella libertà di dare corpo ad una determinata struttura di impresa e di svolgere con essa una certa attività, il che vuol dire accedere ad uno specifico mercato ed operare in esso, scambiando merci o servizi, in concorrenza “alla pari” con altri operatori, scegliendo liberamente le strategie commerciali e di sviluppo.

Tutti questi aspetti si compendiano nell’*autonomia imprenditoriale*.

Il nocciolo dell’*autonomia* – come concetto generale, sia pubblica che privata – è, semplificando al massimo, il potere di dirigersi da sé [come ancora insegnano Salvatore Pugliatti, voce *Autonomia privata* e Massimo Severo Giannini, voce *Autonomia (teoria generale e diritto pubblico)*, entrambe in *Enciclopedia del Diritto*, vol. IV, Milano 1959].

L’autonomia imprenditoriale consiste quindi nel potere di autoorganizzarsi, di individuare le strategie per affermare la presenza attiva dell’impresa nel mercato, di dare esecuzione a queste strategie, sia sul versante interno (del prodotto che si vuole mettere sul mercato) sia su quello esterno, della promozione e vendita.

Sul *piano sostanziale* l’autonomia imprenditoriale, essendo volta allo svolgimento dell’attività economica, deve concretizzarsi in scelte idonee a far entrare ed a far rimanere i “*prodotti*” (beni o servizi) dell’impresa “sul mercato”; essa è perciò condizionata innanzitutto dalla situazione, attuale e prevedibile, dello specifico mercato relativo ad un determinato prodotto. Ad esempio quarant’anni fa – alla fine degli anni ‘70 – era fiorente il “mercato” della redazione dei programmi di sviluppo regionali perché le Regioni, avendo ricevuto nel 1977, dallo Stato, molte funzioni in campo economico, dovevano farsi le loro programmazioni; analogamente – per fare un altro esempio – era fiorente il mercato dei fax.

Attualmente l’evoluzione tecnologica ha reso obsoleti i fax e l’evoluzione (o involuzione) della realtà politico-istituzionale e finanziaria delle Regioni ha fatto venir meno la domanda di servizi (consulenze) per la redazione di programmi economici generali.

2. Accanto a questo *condizionamento sostanziale*, relativo alla situazione ed alle tendenze dello specifico ambito di mercato in cui si vuole operare, vi è poi un secondo, decisivo *condizionamento formale*, costituito dalla *regolazione giuridica* delle imprese e dei mercati stessi.

Nel mondo contemporaneo la massima parte delle attività umane è soggetta non solo a *regolamentazioni pubbliche* dei più vari livelli (si va dai trattati internazionali, ad esempio in materia di commercio, ai regolamenti comunali, ad esempio di disciplina della circolazione), ma anche a *vari tipi di controlli* da parte di pubblici poteri (ad esempio: il volo con gli aerei ultraleggeri è soggetto ad autorizzazione). Il *controllo* è definibile, anche qui in estrema sintesi, come l'attività di verifica – da parte di un organismo amministrativo – della regolarità dello svolgimento di una funzione pubblica o della correttezza dei comportamenti dei soggetti che operano in un certo settore.

Le attività economiche sono al centro del mondo contemporaneo e sono quindi soggette a molteplici tipi di regolamentazioni e di controlli pubblici, i quali si giustificano con la necessità di tutelare gli interessi generali connessi alle attività stesse (ad esempio: la tutela della salute o dell'ambiente). Il diritto d'impresa è *bilanciato* – sempre nell'art. 41 della Costituzione – dalla necessità di tutelare interessi generali della collettività ed i diritti delle persone e a questo scopo è soggetto a regolamentazioni e controlli da parte di pubblici poteri.

L'*insieme* costituito dalla somma delle regolamentazioni e dei controlli pubblici costituisce la *regulation*, che per comodità si può qui tradurre con *regolazione*.

Di particolare rilievo per le attività economiche sono – oltre alle regole legislative, sempre più dell'Unione Europea – le strutture organizzative pubbliche (nazionali ed europee) preposte sia alla regolamentazione secondaria, di tipo tecnico – relativa al “come si deve operare” – sia al controllo degli operatori e del funzionamento dei mercati.

Si dice perciò che le nostre sono *economie sociali di mercato*, nelle quali le decisioni pubbliche svolgono il compito essenziale di *correggere* i malfunzionamenti (c.d. fallimenti) dei mercati e delle imprese, allorché ledono gli interessi collettivi ed i diritti fondamentali della persona.

Se i controlli sono continuativi sull'intera l'attività d'impresa si ha la *vigilanza*, la quale può essere attribuita ad una sola struttura pubblica o essere multilivelli (sulle banche, ad esempio, è in collaborazione tra BCE e Banca d'Italia); può essere affidata ad autorità indipendenti (ad esempio: per le banche e per moltissimi servizi pubblici) o ad amministrazioni “ordinarie” (Ministeri, Regioni, Comuni), ma anche ad

enti o consorzi privati qualificati (ad esempio: per la tutela dei prodotti “made in Italy” dalle contraffazioni) ed infine, all’autocontrollo delle associazioni di produttori (ad esempio: in campo alimentare).

La regolazione delle attività economiche (più precisamente: di quelle che hanno rilevanza economica di mercato), intesa in senso ampio comprende – oltre alle regolamentazioni (di varia natura e livello) ed alle funzioni di controllo – altri tipi di atti e di procedimenti: gli atti di indirizzo politico e le programmazioni e pianificazioni.

Ad esempio un atto di indirizzo politico è stato la lettera con cui il Presidente del Consiglio ha indicato alla società mista italo-francese che sovraintende ai lavori della TAV (la ferrovia ad AV per la tratta Lione-Torino), le condizioni per pubblicare gli avvisi per raccogliere le manifestazioni d’interesse delle imprese che vogliono ottenere gli appalti dei lavori.

Le programmazioni e pianificazioni sono anch’esse atti di indirizzo che prefigurano l’assetto futuro, ritenuto ottimale in un certo momento storico, di settori economici o ambiti territoriali ed indicano le misure (giuridiche, finanziarie ed organizzative) per realizzarli.

3. Qualche studioso “più tradizionale” del diritto pubblico o amministrativo potrebbe obiettare che la nozione di *regolazione* – intesa in modo così “allargato” – finisce per avere poco significato giuridico perché “abbraccia” funzioni pubbliche (e le relative procedure) estremamente *eterogenee*: si va da decisioni politiche, alla produzione di atti legislativi o di regolamenti, ai precetti che costituiscono la componente giuridica delle programmazioni, sino ai provvedimenti amministrativi adottati, nei singoli casi, nell’esercizio delle funzioni di controllo (ad esempio: l’autorizzazione all’esercizio dell’attività bancaria; oppure l’abilitazione all’esercizio di una professione, che nel diritto europeo è considerato attività d’impresa, soggetta alle regole di tutela della concorrenza).

La risposta può essere che in tutti questi casi – nonostante la loro varietà di natura e di forma giuridica – vi è un *minimo comun denominatore*: siamo in presenza di decisioni pubbliche, assunte con le dovute procedure, che hanno *contenuto precettivo* per i destinatari.

Sono, dunque, decisioni che modificano autoritativamente le situazioni giuridiche dei destinatari e possono consistere, a seconda dei casi, in: attribuzioni di poteri a soggetti pubblici; regole di

comportamento per le imprese e per la *governance* delle società quotate; regole di organizzazione e funzionamento di vari tipi di mercati (bancari, finanziari ed assicurativi, ma anche dei pubblici servizi, etc.); discipline amministrative della produzione e della circolazione di merci (ad esempio: i farmaci o i cosmetici), ma anche di prodotti immateriali (gli strumenti finanziari); programmi pubblici che limitano il diritto d'impresa (ad esempio: in materia di cave) o di proprietà (ad esempio: i piani urbanistici) o, invece, prevedono investimenti in opere pubbliche o la concessione di sovvenzioni pubbliche; provvedimenti autoritativi, adottati nell'esercizio della funzione di controllo del rispetto ed l'attuazione delle regole (ad esempio: sanzioni in caso di violazioni).

Riassumendo, con un'immagine si può dire che l'impresa – privata o pubblica che sia – è soggetta ad una rete, a più strati, di decisioni pubbliche precettive che ne condizionano l'organizzazione e l'attività.

In passato, in teoria, lo Stato si limitava, essenzialmente con il codice civile, a disciplinare i rapporti civili: dai soggetti, ai diritti soggettivi, alle obbligazioni, ai contratti, al lavoro, all'impresa ed alle sue forme organizzative, in particolare le società.

Il pubblico potere, dopo aver dettato le regole generali, doveva rimanere fuori dai rapporti civili; una volta definito e *livellato il campo da gioco* la partita veniva giocata da soggetti formalmente uguali.

Questo modello astratto di autolimitazione del potere pubblico anche in passato è stato ampiamente *contraddetto*, nella realtà, per tre fondamentali motivi.

La *prima*: nei contratti le parti erano formalmente uguali, ma in molti casi uno dei contraenti era più debole o meno informato, per cui lo stesso codice civile del 1942 prevedeva qualche forma di riequilibrio.

Soltanto molti decenni dopo, nel contesto della Comunità europea, la politica di tutela dei consumatori – strumentale alla realizzazione di un mercato unico europeo aperto e concorrenziale – ha prodotto regolamentazioni sistematiche, e “a valle”, in Italia, il Codice del consumo (d.lgs. n. 206/2005).

Il *secondo* è il fenomeno della c.d. *decodificazione*, vale a dire il fatto che molte materie, in origine disciplinate soltanto nel codice civile – ad esempio, i contratti bancari ed assicurativi – si sono venute evolvendo e complicando – per le trasformazioni dei mercati ed il sopravvenire di regolamentazioni europee – e hanno via via formato oggetto di leggi “speciali”. Questa legislazione c.d. speciale europea e nazionale, spesso

raccolta nel nostro Paese in Testi Unici o in Codici, ha un contenuto misto ed integrato nel senso che – dovendo trattare l'intera materia – disciplina *sia* i poteri pubblici di regolamentazione e di vigilanza degli operatori (nell'esempio fatto: le imprese bancarie, finanziarie o assicurative); *sia* la struttura formale – di s.p.a. o cooperative per azioni – di queste imprese finanziarie ed il loro corretto funzionamento; *sia* i rapporti contrattuali tra di esse ed i risparmiatori o gli investitori o gli assicurati; *sia*, infine, le regole di organizzazione e di funzionamento dei rispettivi mercati nei quali beni o servizi vengono scambiati.

È da notare che “*L'organizzazione giuridica del mercato*” (titolo di un fondamentale libro di Natalino Irti, Roma-Bari 1998) in passato si limitava a dettare le regole di comportamento degli attori economici, ma non si spingeva a conformare (cioè a strutturare) l'ambito nei quali essi competono, che è il mercato.

Il risultato è che – per rimanere agli esempi fatti – il T.U. bancario, il T.U. dell'intermediazione finanziaria ed il Codice delle Assicurazioni contengono una regolamentazione *integrata* degli aspetti pubblicistici – le Autorità di vigilanza, i poteri precettivi di regolazione e controllo e l'organizzazione dei mercati – e di quelli privatistici (contrattualistici e societari).

Queste vicende hanno fatto parlare qualche studioso “tradizionale” del diritto commerciale di commistione o di “inquinamento” pubblicistico dei rapporti civilistici.

Sta di fatto che questa integrazione di istituti del diritto pubblico ed amministrativo e di quelli civilistici e del diritto commerciale è *obbligata* perché “figlia dei tempi”, cioè dell'evoluzione dei mercati e della regolamentazione europea, la quale non si preoccupa minimamente di queste distinzioni.

La realtà è che esiste ormai un *diritto dell'economia* composito nel quale i vari istituti e poteri – pubblicistici e privatistici – si intrecciano e danno vita a nuovi meccanismi; sarà pure un diritto meticcio, come dice qualcuno, ma (come constatiamo con i cagnolini una volta sprezzantemente chiamati bastardi), i meticci sono più adattabili ed intelligenti.

Il *terzo* motivo è di tipo storico: il modello dello Stato arbitro, dall'esterno, dei rapporti economici tra privati non ha mai corrisposto alla realtà, la quale – negli Stati contemporanei – ha mostrato sempre

un certo *dirigismo* (più o meno forte) dei pubblici poteri nel campo delle attività economiche.

La legislazione amministrativa, fin dall'inizio del secolo scorso, ha fortemente condizionato in molti modi le imprese private:

- innanzitutto con una vasta e diffusa presenza di imprese pubbliche, cioè controllate in vario modo da pubblici poteri, che occupavano ed occupano porzioni di mercato (si parlava perciò di economia mista);

- in secondo luogo creando dei mercati gestiti da pubblici poteri (le Borse titoli) o mercati amministrati da decisioni pubbliche (dalla regolamentazione autoritativa dei prezzi, una volta della benzina, ancora oggi dei medicinali) o limitando il numero degli operatori ammessi al mercato (una volta le banche, ma anche le edicole e i parrucchieri, ancora oggi le farmacie) o subordinando le attività ad autorizzazioni o concessioni (ad esempio: per gli impianti industriali e per le infrastrutture).

Dagli anni '90 del secolo scorso molte attività sono state liberalizzate e molti settori di attività, prima riservati ad enti o società a controllo pubblico, sono stati aperti ai privati; molte società (ad esempio: Telecom e Autostrade) sono state privatizzate.

Nonostante questo vi sono ancora migliaia di società in pubblico comando, soprattutto regionali e locali, le quali sono soggette ad una disciplina speciale (d.lgs. n. 175/2016), atipica rispetto a quella del codice civile, perché le assoggetta a vincoli pubblicistici ispirati all'ossessione della trasparenza.

Per usare una formula molto diffusa lo Stato è divenuto meno imprenditore e pianificatore e più regolatore.

4. La crisi economica iniziata nel 2008 ha inciso sul rapporto tra autonomia d'impresa e regolazioni pubbliche.

Semplificando al massimo si può dire che vi è stata una ripresa dell'interventismo degli Stati, mentre l'UE non è riuscita a dare una risposta né adeguata né unitaria; al contrario è stata costretta ad "allentare le briglie" della *politica della concorrenza*, specialmente riguardo al divieto degli aiuti di Stato.

Una politica – peraltro – che la Commissione ha sempre attuato in maniera selettiva, a seconda della forza politica ed istituzionale dei paesi membri: in modo molto morbido nei confronti dei Paesi più forti (Francia, Germania e Gran Bretagna, la quale – peraltro – aveva

ottenuto, in vari campi, molte clausole di esonero) ed in modo spesso puntiglioso nei confronti di altri Paesi.

Nelle scelte della Commissione vi è una forte componente di discrezionalità politica, la quale in alcuni casi, dopo estenuanti negoziati, dà via libera ad operazioni di intervento o di salvataggio da parte degli Stati (ad esempio: all'acquisizione da parte dello Stato di una partecipazione di controllo nel Monte dei Paschi di Siena, che era sulla soglia dell'insolvenza).

Oltre alla ripresa dell'interventismo degli Stati (S. Cassese, *Territorio e potere. Un nuovo ruolo per gli Stati*, Bologna 2016) la crisi economica ha determinato, specie sul versante europeo, una revisione e rafforzamento della regolazione, soprattutto europea, relativa a molti campi di attività; in primo luogo ai mercati finanziari ma anche al mercato delle infrastrutture.

Il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere al momento di accesso al concordato preventivo ed al giudizio di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti nel nuovo "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza"

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Le linee di credito "autoliquidanti" e la nozione di "contratto pendente": la portata del nuovo art. 97 del "Codice" - 3. Il "mantenimento delle linee di credito autoliquidanti" previsto dall'art. 99, co. 2, CCI – 4. Il recesso della banca dalla linea di credito – 5. Le linee di credito in essere al momento di accesso al giudizio di omologazione dell'accordo di ristrutturazione.

1. Premessa

Il tema della sorte delle linee di credito cc.dd. "autoliquidanti"¹ a seguito dell'accesso ad una "procedura per la composizione della crisi" è stato costantemente oggetto di particolare interesse da parte di dottrina e giurisprudenza, anche in considerazione della circostanza che tali tipologie di affidamento sono fortemente ricorrenti nell'ambito della prassi dei rapporti tra banca ed impresa cliente ed anzi, dal punto di vista di quest'ultima, rappresentano, sotto certi aspetti, anche una forma "naturale" di finanziamento della propria attività (non a caso essendo generalmente considerato il loro utilizzo dalla giurisprudenza, nell'ambito dello svolgimento della gestione dell'impresa, atto di "ordinaria amministrazione"²)

Tale interesse è stato particolarmente marcato – anche in ragione della copiosità delle vicende giudiziali che hanno avuto per oggetto questo tema – con riferimento al concordato preventivo, più che all'accordo di ristrutturazione dei debiti, anche in ragione della sostanziale mancanza di statuizioni di diritto positivo a quest'ultimo riguardo.

¹ Categoria di creazione "tecnico-dottrinale", ma che ha trovato, se non una tipizzazione, un "riconoscimento" nel diritto positivo per effetto del D.L. n. 83 del 2015, che ha modificato l'art. 182-*quinquies* l. fall..

² *Ex multis*, e recentemente, Trib. Ravenna, 18 luglio 2017, in *Il caso.it*, e Trib. Udine, 16 marzo 2017, in *www.unijuris.it*.

Nondimeno, nella prospettiva della riforma realizzata attraverso il D. Lgs. n. 14 del 2019 (“Codice della crisi di impresa e dell’insolvenza”)³, la materia merita di essere ulteriormente meditata, e di essere considerata in una prospettiva più ampia⁴.

Sarà comunque opportuno prendere le mosse proprio dalla disciplina del concordato preventivo, che contiene alcuni riferimenti espressi al tema che ci occupa, per poi tentare alcune considerazioni successive in materia di accordi di ristrutturazione.

Quanto al primo punto, occorrerà dapprima “decodificare” il concetto di *“linea di credito autoliquidante in essere”*, che pure compare espressamente nel “Codice”, allo scopo di verificare, verificare – almeno ai fini della applicazione della disciplina del concordato preventivo - se, ed in quali limiti, esso possa rientrare nella categoria normativa del “contratto pendente”; e, successivamente, verificare quale significato attribuire alla nozione di *“mantenimento della linea di credito”* a seguito dell’accesso alla procedura.

Anche nel contesto della disciplina contenuta nel CCI, poi, occorrerà domandarsi quale valenza riconoscere alla c.d. “clausola di compensazione”, che costituisce un meccanismo essenziale nel funzionamento delle linee “autoliquidanti”, e verificare se la nuova disciplina possa implicare qualche riflessione ulteriore rispetto a quelle, già molto copiose (e, peraltro, non univoche), riscontrabili in dottrina e in giurisprudenza.

2. Le linee di credito “autoliquidanti” e la nozione di “contratto pendente” nel concordato preventivo: la portata del nuovo art. 97 del “Codice”

Nel nuovo impianto dell’art. 97, viene innanzi tutto confermata la scelta lessicale compiuta dal riformatore del D.L. n. 83 del 2015, nel senso, cioè, cioè, di confermare la rubrica del “vecchio” articolo 169-

³ In seguito indicato come “CCI” o come “Codice”.

⁴ Tra i contributi più recenti prima della “riforma”, si vedano A. FABBRO, *I contratti pendenti: l’art. 169bis dopo le modifiche del D.L. 83/2015 convertito nella L. 132/2015*, e M. MARTINELLI, *L’art. 169 bis l. fall. dopo la novella del 2015: the king is dead?*, entrambi in S. AMBROSINI (diretto da), *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria dopo le riforme del 2015 e 2016*, Bologna, 2018, 424-447.

bis, intitolato ai “contratti pendenti”⁵. Il riferimento alla “pendenza” aveva già consentito di argomentare che la disposizione (per analogia con il concetto di “pendenza” riferito ai “rapporti” dall’art. 72 della legge fallimentare) dovesse fare riferimento ai “contratti ancora ineseguiti o non compiutamente eseguiti” *da entrambe* le parti⁶: tuttavia, per altro verso, la norma si limitava a fare riferimento allo “sciogliersi dai contratti ancora ineseguiti o non compiutamente eseguiti alla data della presentazione del ricorso” senza chiarire se (come avrebbe lasciato intendere il concetto di “pendenza”, per analogia con l’art. 72) la inesecuzione o la non compiuta esecuzione dovesse essere riferita ad entrambe le parti (contratto “bilaterale”) o potesse essere ricondotta ad una sola di esse (contratto “unilaterale”), lasciando così aperto un “piccolo spazio” ad una interpretazione che implicasse la possibilità di invocare lo scioglimento o la sospensione anche nel caso di una inesecuzione o non compiuta esecuzione riferibile ad una soltanto delle parti (il debitore)⁷.

Il problema era di particolare momento: e si appuntava, soprattutto, sull’interrogativo se il concetto di “pendenza”, così come appena declinato, fosse o meno riferibile al caso di contratti in cui la banca avesse provveduto a mettere a disposizione del cliente i crediti anticipati, ma l’incasso del credito non fosse stato ancora effettuato al momento della presentazione della domanda: ci si chiedeva, cioè, se la disciplina consentisse, pur dopo tale momento, l’operatività del mandato all’incasso e del “patto di compensazione” usualmente

⁵ Con riferimento specifico al tema degli effetti dell’accesso al concordato preventivo sui rapporti bancari, e, in particolare, sulle linee di credito autoliquidanti: V. BISIGNANO, *Linee di credito autoliquidanti e scioglimento ex art. 169-bis l. fall.*, in *Ilfallimentarista.it*, 7 dicembre 2016; R. BROGI, *Rapporti pendenti e contratti bancari*, in *Fallimento*, 2018, 1124 ss.; V. CEDERLE, *La controversa applicazione dell’art. 169 bis l. fall. ai contratti bancari*, in *Fallimento*, 2016, 590 ss.; C. FRIGENI, *Linee di credito “autoliquidanti” e (pre)concordato preventivo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 537 ss.; G. GIURDANELLA, *I rapporti bancari nella fase prenotativa ed ammissiva del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2017, 377 ss.; G. REBECCA, *I contratti bancari nel concordato preventivo con particolare riferimento alle anticipazioni bancarie e qualche spunto su factoring, mutuo, derivati, leasing e nuova finanza*, in *Ilcaso.it*, 11 giugno 2015; G. REBECCA – A. ALBÈ, *Sorte dei contratti bancari autoliquidanti nel concordato preventivo*, in *Ilcaso.it*, 20 settembre 2014.

⁶ Trib. Ferrara, 23 luglio 2016, in *Ilcaso.it*, 5 agosto 2015.

⁷ In questa prospettiva, Trib. Perugia, 18 luglio 2018, in *Ilcaso.it*, 31 luglio 2018.

contenuti nel regolamento contrattuale relativo alla linea di credito autoliquidante.

L'orientamento prevalente, tanto della giurisprudenza che della dottrina, non ha invece considerato rilevante il caso il cui il meccanismo della linea di credito autoliquidante sia sorretto non già da un mandato all'incasso ma da una cessione di credito (beninteso, munita di data certa anteriore alla presentazione della domanda⁸): in quel caso, infatti, la banca incasserebbe un credito proprio, senza rilievo restando le vicende concorsuali riferite ormai unicamente al debitore⁹.

Secondo una prima opinione maturata sul punto, la situazione sopra descritta (vale a dire: credito anticipato prima della presentazione della domanda; mandato all'incasso e patto di compensazione destinati ad operare successivamente) non sarebbe stata sussumibile sotto la specie del concetto di "pendenza", dal momento che la prestazione sarebbe stata già integralmente eseguita dalla banca, sicché la inesecuzione o non compiuta esecuzione del contratto sarebbe stata riferibile unicamente al cliente sovvenuto. Pertanto, aderendo ad una nozione di "pendenza" analoga a quella prevista per la disciplina del fallimento, non sarebbe stato possibile, per il debitore, esercitare quel "diritto potestativo" consistente nella istanza di sospensione o di scioglimento del contratto (finalizzata, evidentemente, ad impedire anche l'operatività dei negozi accessori al contratto, quali il mandato ed il patto¹⁰). E' infatti da tenere presente come alla istanza di sospensione o di scioglimento il debitore si induca verosimilmente a ricorrere allo scopo non tanto di porre fine a quella "messa a disposizione di somme" in cui l'affidamento consiste, quanto, piuttosto, di travolgere, insieme al contratto, il "patto di compensazione", in forza del quale la banca

⁸ Il che significa anche notificata al debitore in data anteriore alla domanda: Trib. Udine, 12 gennaio 2018, in *Il caso.it*.

⁹ *Ex multis*, Trib. Bolzano, 5 aprile 2016, in *Il caso.it*. In senso contrario, però, Trib. Prato, 23 settembre 2015, in *Fallimento*, 2016, 587 e, in dottrina, B. INZITARI, *La cessione del credito a scopo di garanzia: inefficacia e inopponibilità ai creditori dell'incasso dal cessionario nel fallimento, nel concordato preventivo e nell'amministrazione controllata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 156.

¹⁰ Nel senso per cui lo scioglimento e la sospensione di cui all'art. 169-bis l. fall. sia funzionale a "neutralizzare il patto di compensazione", Trib. Trento, 6 luglio 2017, in *Il caso.it*, 18 luglio 2017. Analogamente Trib. Perugia 18 luglio 2018, in *Il caso.it*, 31 luglio 2018; Trib. Massa, 5 giugno 2018, *ivi*, 11 luglio 2018; Trib. Udine, 12 gennaio 2018, *ivi*, 8 febbraio 2018; Trib. Milano, 2 marzo 2018, *ivi*, 23 marzo 2017.

imputerà le somme riscosse in esecuzione del mandato all'incasso, conferito contestualmente alla concessione della linea di credito, a decurtazione del proprio credito.

In una differente prospettiva, si era invece argomentato: a) che anche in tale circostanza il contratto non avrebbe potuto dirsi compiutamente eseguito, neppure da parte della banca, dal momento che la completa esecuzione dello stesso avrebbe dovuto comportare anche l'operatività (e, dunque, l'esecuzione) del mandato all'incasso conferito alla banca al momento della anticipazione oltre che del patto di compensazione¹¹; oppure che b) il contratto non può dirsi ineseguito o non completamente eseguito soltanto da parte del cliente, dal momento che la banca, finché perdura il contratto di anticipazione, dovrebbe comunque continuare ad anticipare i crediti fino all'ammontare massimo stabilito in sede contrattuale¹².

Si è già ricordato che la modifica apportata alla rubrica dell'art. 169-*bis* nel 2015 aveva rappresentato un appiglio interpretativo importante per sostenere che il concetto di pendenza ivi recepito fosse in tutto corrispondente a quello utilizzato nella disciplina relativa ai contratti pendenti nel fallimento: ma l'art. 97 del Codice pare ora voler dire una parola definitiva sulla questione, precisando che "i contratti ancora ineseguiti o non compiutamente eseguiti nelle prestazioni principali *da entrambe le parti* alla data del deposito della domanda di accesso al concordato preventivo, proseguono anche durante il concordato". Soltanto alla ricorrenza di tali presupposti vi sarà la possibilità, per il debitore, di esercitare quel "diritto potestativo" consistente nella istanza di sospensione o dello scioglimento del contratto "se la prosecuzione non è coerente con le previsioni del piano né funzionale alla sua esecuzione".

¹¹ In questa prospettiva P. BONTEMPI, *I contratti bancari "autoliquidanti" nel concordato preventivo: tra scioglimento e retrocessione delle somme incassate dalla banca*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, 283-284. In giurisprudenza Trib. Massa, 5 giugno 2018, in *Ilcaso.it*, 11 luglio 2018; Trib. Como, 3 ottobre 2016, in *Ilcaso.it*, 31 gennaio 2017.

¹² In questa prospettiva Trib. Venezia, 20 gennaio 2015, in *Fallimento*, 2015, 557; e Trib. Rovigo, 20 ottobre 2015, in *Fallimento*, 2016, 588 (con soluzione criticata da CEDERLE, *op. cit.*, sull'assunto che gli atti di utilizzo sono meramente eventuali e che quindi occorra fare riferimento alle singole anticipazioni: sul punto l'A. ricorda anche la irriducibilità del castelletto di sconto alla apertura di credito, secondo quanto affermato da Cass., 20 marzo 1999, n. 2589, in *Guida al diritto*, 17/1999, 75)

Non è chi non veda come la maggior chiarezza operata (almeno in questo caso) dal legislatore del CCI riduca sensibilmente gli ambiti di operatività dell'istituto della sospensione o dello scioglimento: nel momento, infatti, in cui si richiede che il contratto sia ancora ineseguito o non compiutamente eseguito da entrambe le parti si potrebbe concludere che - in una situazione in cui la domanda di accesso alla procedura avvenga successivamente alla anticipazione della banca e prima dell'incasso del credito anticipato - le prestazioni della banca siano già eseguite. Non vi sarebbe, dunque, "pendenza"; non essendovi "pendenza", neppure vi sarebbero i presupposti per richiedere la sospensione o lo scioglimento.

E' evidente che le possibili soluzioni del problema riposano sulla funzione dal riconoscersi a negozi astrattamente distinti quali, per l'appunto, il mandato all'incasso o il patto di compensazione. Di questi si è predicata, a seconda delle circostanze (e delle finalità perseguite) talora la stretta accessorietà¹³, talaltra la tendenziale autonomia; e ciò allo scopo, a seconda dei casi, di considerare i negozi: a) ancora operativi perché il contratto "prosegue"; b) ormai sciolti per effetto dello scioglimento del contratto, oppure c) ancora operativi perché autonomi rispetto al contratto, del quale non seguono le sorti. A proposito del mandato all'incasso si è anche tentata la invero "originale" ricostruzione secondo la quale potrebbe essere il mandato in se stesso, in quanto autonomamente considerato, ad essere oggetto di istanza di sospensione o di scioglimento¹⁴.

¹³ Così Trib. Bolzano, 5 aprile 2016, in *Il caso.it*: "i contratti bancari autoliquidanti che prevedano il patto di compensazione o il mandato all'incasso sono il frutto di un complesso di negozi tra loro strettamente connessi e collegati (...); detti contratti rientrano, pertanto nel perimetro di applicazione dell'articolo 169-bis legge fall., con la precisazione che l'autorizzazione alla sospensione o allo scioglimento dei medesimi coinvolgerà anche i rapporti giuridici ad essi strettamente connessi, quali il mandato in rem propriam o il patto di compensazione che siano opponibili alla massa dei creditori in quanto notificati al debitore in data anteriore alla pubblicazione della domanda di concordato nel registro delle imprese". Trib. Bergamo, 28 gennaio 2016, in *Il caso.it*, le concessioni di linee di credito autoliquidanti assistite da mandato all'incasso e da patto di compensazione realizzano una "combinazione di negozi collegati".

¹⁴ Così Trib. Milano, 28 maggio 2014, in *Il caso.it*: opinione criticata da M. MARTINELLI, *op. cit.*, 446, il quale evidenzia al riguardo che "non si riesce a giustificare una scissione negoziale, proprio perché il mandato perde di giustificazione causale se avulso dal contratto bancario nel quale è inserito".

E' però seriamente ipotizzabile che il dibattito, anziché sopirsi per effetto della nuova disciplina contenuta nel CCI, sia invece destinato a rianimarsi, giacché la disposizione contenuta nell'art. 97 fa riferimento a “contratti ancora ineseguiti o non compiutamente eseguiti *nelle prestazioni principali* da entrambe le parti”. A tale riguardo, laconicamente la bozza di *Relazione* chiarisce che “opportunamente, la disposizione attribuisce rilievo solo alla mancata, compiuta *esecuzione delle prestazioni principali, sancendo l'irrilevanza dell'eventuale adempimento integrale delle prestazioni accessorie*, tema sul quale si sono registrati contrasti di giurisprudenza”¹⁵.

Al di là del problema di “opportunità”, resta la circostanza che la norma, così come formulata, sembrerebbe “sbaragliare” quelle interpretazioni per le quali, non essendo ancora stato eseguito il mandato (all'incasso) o il patto (di compensazione), la stessa prestazione della banca non potrebbe considerarsi completamente eseguita. Il che significherebbe, peraltro, ipotizzare – cosa niente affatto pacifica – che nella struttura e nel meccanismo di una linea di credito autoliquidante quelle pattuizioni non abbiano natura “principale”.

Non è difficile, pertanto, immaginare, nel prossimo futuro, tentativi, di segno opposto, volti o a ricondurre l'esecuzione del mandato e del patto di compensazione tra le prestazioni “principali” (con la conseguenza, allora, che il contratto potrebbe dirsi non ancora compiutamente eseguito da entrambe le parti, riaprendo un ambito alla istanza di sospensione o di scioglimento); o a ritenere che, invece, quelle prestazioni non siano da considerarsi “principali” (con la conseguenza, allora, che il contratto potrebbe comunque dirsi “compiutamente eseguito”, impedendo la proposizione di istanze di scioglimento o di sospensione).

Peraltro, anche laddove dovesse ritenersi che il rapporto prosegua (o perché non considerato “pendente”; o perché non esercitato il diritto di richiedere lo scioglimento o la sospensione; o perché tali rimedi non siano stati concessi) resta impregiudicato il dibattito relativo alla sopravvivenza della clausola di compensazione pur in presenza di un principio di “cristallizzazione”. All'orientamento, che pare prevalente,

¹⁵ Ritiene rilevante la distinzione tra prestazione accessorie e complementari, da un lato, e quelle principali, dall'altro. G. BOZZA, *I contratti in corso di esecuzione* nel concordato preventivo, in *Fallimento*, 2013, 1124. In giurisprudenza Trib. Vicenza, 25 giugno 2013, in *Il caso.it*.

volto a sostenere la piena operatività della clausola¹⁶ pur dopo la presentazione della domanda, continua a contrapporsi un orientamento opposto, soprattutto riscontrabile nella giurisprudenza di merito (ma non solo)¹⁷, che sposta i termini del dibattito sulla esistenza o meno dei presupposti per l'applicazione della compensazione di cui all'art. 56 l. fall. richiamato dall'art. 169 l. fall. (o, in termini di CCI, dell'art. 155, richiamato dall'art. 96)¹⁸; e ciò al di là delle ricostruzioni in forza delle quali il rapporto resterebbe regolato dall'art. 169-bis, o 97 CCI (e, conseguentemente, proseguirebbe nella piena applicazione dell'integrale regolamento contrattuale¹⁹).

¹⁶ In questa prospettiva, ed in ordine di tempo, Cass. 23 luglio 1994, n. 6870, in *Fallimento*, 1995, 262; Cass., 2 agosto 1997, n. 7194, *ivi*, 1998, 56; Cass., 7 marzo 1998, n. 2359, *ivi*, 1998, 1254; Cass., 23 marzo 2001, n. 4205, in *Guida al diritto*, n. 22/01, 36, e, soprattutto, Cass., 1 settembre 2011, n. 17999, in *Giust. civ.*, 2012, 4, 1027: in quest'ultima pronuncia si parla di "inscindibilità strutturale del patto di compensazione" rispetto al contratto di affidamento. Analogamente, e più recentemente, Cass. Civ., 19 febbraio 2016, n. 3336, in *Giust. civ. Mass.*, 2016. Di "inscindibile connessione" parla anche Trib. Trento, 6 luglio 2017, in *Banca dati Dejure*. Per quanto riguarda la giurisprudenza di merito: Trib. Ancona, 14 luglio 2017, n. 1237; Trib. Livorno, 14 febbraio 2017, entrambe in *Banca dati Dejure*. In dottrina, G. TARZIA, *Gli effetti del concordato preventivo e dell'amministrazione controllata sui rapporti bancari*, in P.F. CENSONI–R. GUERRINI–R. VIVALDI (a cura di), *I difficili rapporti tra banche e procedure concorsuali*, Milano, 1997, 120. *Contra* P. BONTEMPI, *op. cit.*, 285, secondo cui "il principio della non compensabilità tra crediti sorti prima dell'apertura di una procedura concorsuale debiti sorti dopo deve cioè ritenersi prevalente rispetto al *pactum de compensando* inserito in un rapporto bancario".

¹⁷ Cass. 7 maggio 2009, n. 105648, in *Fallimento*, 2009, 787; Trib. Prato, 23 settembre 2015 (decr.), in *Fallimento*, 2016, 587.

¹⁸ Riprende la tesi della non operatività della compensazione ex art. 56 l. fall. a causa del sorgere del credito ex mandato successivamente alla apertura della procedura Trib. Como, 3 ottobre 2016, in *Ifallimentarista.it*, 5 giugno 2017.

¹⁹ Critica rispetto a questa ricostruzione R. BROGI, *Rapporti pendenti e contratti bancari*, cit., 1129-1130, la quale evidenzia l'effetto limitativo alla ipotizzata piena e "normale" operatività del contratto derivante dalla applicazione dell'art. 1374 c.c. che, nel suo rimando alle "conseguenze che ne derivano secondo la legge", comporterebbe altresì il richiamo all'art. 45 l. fall., "il quale implica che, in conseguenza della presentazione della domanda di concordato viene a crearsi un vincolo di destinazione sul patrimonio dell'imprenditore in concordato, anche nell'ipotesi di continuità aziendale".

3. Il “mantenimento delle linee di credito autoliquidanti” previsto dall’art. 99, co. 2, CCI

Un tema potenzialmente “interferente” con quello relativo alla continuazione delle linee di credito “autoliquidanti” è quello derivante dalla applicazione della disposizione (già contenuta nell’art. 182-*quinquies*, co. 3, 1. fall.) di cui all’art. 99, co. 2, CCI (in tema di “finanziamenti prededucibili autorizzati prima dell’omologazione del concordato preventivo o di accordi di ristrutturazione dei debiti”), secondo cui “la richiesta può avere ad oggetto anche *il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere* al momento del deposito della domanda di cui al comma 1” (vale a dire della domanda di accesso di cui agli articoli 40 e 44).

La norma è stata nel recente passato letta addirittura come alternativa rispetto all’art. 169-*bis*, nel senso di essere stata ritenuta *lex specialis* relativamente alla sorte delle linee di credito autoliquidanti alla presentazione della domanda di concordato preventivo (con la conseguenza, implicita, di ritenere il contratto pendente sospeso e di subordinarne la continuazione all’autorizzazione del giudice la quale attribuirebbe al medesimo la prededuzione); ma, in altra prospettiva, è stata interpretata come norma che subordinerebbe all’autorizzazione del giudice i nuovi utilizzi della linea di credito o, ancora, il riconoscimento della prededuzione a detti nuovi utilizzi.

Le possibilità interpretative sembrano quindi potersi così individuare:

- l’art. 99 co. 2 è legge speciale relativamente alla sorte delle linee di credito autoliquidanti per effetto della presentazione della domanda di concordato preventivo: se ne deve dedurre che per questi contratti la presentazione di una domanda di concordato preventivo ne impedisca la prosecuzione a norma dell’art. 97 se non a seguito di una autorizzazione in tal senso da parte del giudice;
- l’art. 97 comporta la prosecuzione (se non vi sono i presupposti per l’istanza di sospensione o di scioglimento) del contratto relativo alla linea di credito autoliquidante per quanto riguarda l’operatività del mandato all’incasso e del patto di compensazione, ma non per quanto riguarda la possibilità di nuovi utilizzi, che resta subordinata all’autorizzazione del giudice;

- l'art. 97 comporta la prosecuzione integrale del contratto relativo alla linea di credito autoliquidante, restando l'autorizzazione del giudice necessaria unicamente allo scopo di munire la linea di credito delle caratteristiche della prededucibilità²⁰.

Resta da considerare, peraltro l'operatività dei limiti che si intendono derivare dagli articoli 96 e 155: a ben vedere, questi potranno considerarsi effettivi, alla luce degli orientamenti prevalenti, unicamente con riferimento al caso in cui non sussista la clausola di compensazione. Ma – anche ipotizzando che comunque operi il divieto di compensazione – pare logico ritenere che, in ipotesi di finanziamento autorizzato dal giudice, quei limiti possano essere superati²¹.

4. Il recesso della banca dalla linea di credito “autoliquidante” (nel concordato in continuità)

Ci si deve ora domandare, per l'ipotesi in cui la linea di credito prosegua nonostante l'intervenuta presentazione di una domanda di concordato, se la banca possa sciogliersi dal contratto secondo il regime normativo e negoziale ordinario di quest'ultimo, o se tale sua facoltà incontri qualche limitazione.

Una possibile limitazione, con riferimento alla disciplina contenuta nella legge fallimentare, potrebbe riscontrarsi nella disciplina del concordato in continuità, e, più in particolare, nell'art. 186-*bis*, co. 3, la cui prima parte stabilisce che “fermo quanto previsto nell'art. 169-*bis*, i contratti in corso di esecuzione alla data di deposito del ricorso, anche stipulati con pubbliche amministrazioni, non si risolvono per effetto dell'apertura della procedura. Sono inefficaci eventuali patti contrari. (...)”.

Ci si era chiesti, più in particolare, se tali “patti contrari” potessero essere rappresentati da clausole contenute all'interno del regolamento del contratto di affidamento che prevedessero il ricorrere di una procedura concorsuale in capo all'affidato costituisce come causa di

²⁰ A tale proposito Trib. Rovigo, 26 novembre 2015, in *Il caso.it*, 3 dicembre 2015, assume che la disposizione contenuta nell'art. 182-*quinquies* legge fall., per cui il debitore può chiedere di essere autorizzato al mantenimento di linee di credito autoliquidanti in essere al momento del deposito della domanda, appare superflua alla luce del principio generale della regolare prosecuzione dei contratti pendenti.

²¹ E' questa l'opinione di R. BROGI, *op. cit.*, 1130.

risoluzione o motivo di recesso per il finanziatore; o che configurassero l'insorgere della procedura concorsuale come motivo di "inadempimento".

Si profilerebbe, in questa prospettiva, una vera e propria "continuazione coattiva" dei contratti di affidamento, in funzione della continuità aziendale che connota la proposta di concordato preventivo: segnando, però, un notevolissimo affievolimento del principio di autonomia negoziale.

La questione, che sembrava destinata in un primo momento destinata a riproporsi anche con riguardo al CCI - dal momento che le prime versioni del disegno di decreto delegato contenevano al primo comma dell'art. 95 una disposizione sostanzialmente corrispondente all'art. 186-bis della legge fallimentare - sembra essersi stemperata. Ed infatti l'art. 95 del CCI, nel suo primo comma, prevede ora che "fermo quanto previsto nell'articolo 97, i contratti in corso di esecuzione, *stipulati con pubbliche amministrazioni*, non si risolvono per effetto del deposito della domanda di concordato. Sono inefficaci eventuali patti contrari". Il Codice, cioè, ha ristretto l'ambito oggettivo di operatività della ultrattività "coattiva" dei contratti in corso di esecuzione con riferimento unicamente ai contratti stipulati con le pubbliche amministrazioni. La precisazione ha un valore ermeneutico di particolare momento, giacché, precisandosi solo per questa eventualità la "nullità del patto contrario", *non solo non nega, ma implicitamente avvalor*a la legittimità e la validità di clausole, contenute nei contratti bancari di affidamento, che contemplino l'accesso alla procedura di concordato preventivo come evento rilevante ai fini dell'attivazione di una clausola risolutiva espressa o come causa legittima di recesso del soggetto finanziatore; oltre alla ordinaria operatività di clausole che comportino la possibilità del recesso da parte della banca.

Per la cronaca, peraltro, è necessario evidenziare come una previsione del tutto corrispondente nella sostanza – e, questa volta, specificamente riferita agli affidamenti bancari - sia ora invece contemplata con riferimento alla attivazione della procedura di allerta, nel terzo comma dell'art. 12, ove si prevede che tale attivazione (oltre che la presentazione da parte del debitore dell'istanza di composizione assistita della crisi) non costituisce "causa di risoluzione dei contratti pendenti, anche se stipulati con pubbliche amministrazioni, né di revoca degli affidamenti bancari concessi. Sono nulli i patti contrari".

Ci si potrebbe, peraltro, ancora domandare se limiti al potere di risolvere il contratto, o di recedere dallo stesso possano ipotizzarsi laddove, ai sensi dell'art. 99, co. 2, il giudice abbia autorizzato il mantenimento delle linee di credito: al riguardo si è infatti talora sostenuto che l'autorizzazione al mantenimento delle linee di credito autoliquidanti avrebbe l'effetto di "evitare che la banca intimi la risoluzione per inadempimento in corso di procedura"²². Sennonché, se si accede all'opzione interpretativa per cui l'autorizzazione del giudice non riguarda la prosecuzione del contratto in sé considerata, ma unicamente il riconoscimento della prededucibilità, non si riescono ad individuare argomenti sui quali fondare tale ipotizzato limite: se mai, il limite potrebbe derivare non già dalla circostanza, di per sé considerata, che il mantenimento è stato autorizzato dal giudice, ma dal fatto che, per effetto di quella autorizzazione, il credito concesso modifica la sua qualità sotto il profilo causale, assumendo le caratteristiche di un "credito di scopo": esso infatti sarebbe "funzionale all'esercizio dell'attività aziendale sino all'omologa del concordato preventivo o degli accordi di ristrutturazione dei debiti ovvero all'apertura e allo svolgimento di tali procedure e in ogni caso funzionali alla miglior soddisfazione dei creditori". Quello "scopo", oltre a costituire il contenuto di una clausola di destinazione gravante sul debitore, rappresenta però al tempo stesso anche il presupposto della prededucibilità di cui la banca si giova: sicché un recesso di quest'ultima che non appaia fondato sul mancato rispetto della clausola di destinazione si presterebbe facilmente ad essere inquadrato nella specie dell'abuso del diritto.

5. Le linee di credito in essere al momento di accesso al giudizio di omologazione dell'accordo di ristrutturazione

Così come nel quadro normativo della legge fallimentare, anche nell'ambito del CCI il tema della sorte del contratto (in questo caso: della linea di credito "autoliquidante") viene (almeno esplicitamente) trattato in occasione della disciplina del concordato preventivo: il riferimento è, in particolare, all'art. 97 (che "succede", per così dire, al "vecchio" articolo 169-bis), ma non si rinviene (al pari di quanto

²² Così R. BROGI, *op. cit.*, 1130

accadeva con la legge fallimentare) alcuna disciplina positiva direttamente afferente al tema degli affidamenti in corso al momento della presentazione della domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione.

Nel contesto della legge fallimentare, pertanto, si è concluso che la presentazione della domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione non produce effetto veruno sui rapporti pendenti.

Si rinvencono, peraltro, disposizioni “spurie” che a quella materia comunque potrebbero fare rimando: in particolare, giova domandarsi se non possa riguardare questo tema la previsione contenuta nell’art. 99 CCI. In essa si dispone che il debitore, “anche con la domanda di accesso di cui agli articoli 40 e 44” (e, quindi, nel momento in cui attiva il procedimento di accesso “a una delle procedure di regolazione della crisi o dell’insolvenza”, tra le quali l’accordo di ristrutturazione), quando è prevista la continuazione dell’attività aziendale, anche se unicamente in funzione della liquidazione, può chiedere con ricorso al tribunale di essere autorizzato, anche prima del deposito della documentazione che deve essere allegata alla domanda, a contrarre finanziamenti in qualsiasi forma, compresa la richiesta di emissione di garanzie, prededucibili, funzionali all’esercizio dell’attività aziendale sino all’omologa del concordato preventivo o degli accordi di ristrutturazione dei debiti ovvero all’apertura e allo svolgimento di tali procedure e in ogni caso funzionali alla miglior soddisfazione dei creditori”. L’interesse per tale disciplina, nel nostro caso, è peraltro motivato dalla previsione contenuta nel comma successivo – già più volte ricordata parlando di concordato preventivo - laddove si stabilisce che “la richiesta può avere ad oggetto anche il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere al momento del deposito della domanda di cui al comma 1”. Alla luce di questa previsione ci si potrebbe allora domandare (in modo del tutto corrispondente) se, per effetto della presentazione di una domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione, non si sia per ciò stesso prodotto un effetto sulla linea di credito autoliquidante, tanto da rendere necessaria una richiesta al tribunale per il suo mantenimento.

Sospendendo provvisoriamente la risposta all’interrogativo su questo punto, si deve ancora evidenziare che, rispetto alla prima formulazione dello schema di CCI, la disciplina relativa alla autorizzazione al pagamento dei debiti anteriori alla domanda – che, in

origine, così come nel regime dell'art. 182-*quinquies* ultimo comma l. fall., era prevista applicarsi anche all'accordo di ristrutturazione – nella versione “definitiva” resta applicabile unicamente al concordato preventivo (al quale, unicamente, fa riferimento il nuovo art. 100). La originaria formulazione, proprio per il riferimento alla autorizzazione al pagamento di debiti pregressi, aveva fatto finanche far immaginare che, anche per quanto riguarda l'accordo di ristrutturazione, operasse, seppure impropriamente, un principio di “cristallizzazione”²³. Per effetto della modifica intervenuta, comunque, si deve oggi senz'altro tener fermo che, con riferimento all'accordo di ristrutturazione, non risulti operativo alcun fenomeno di cristallizzazione dei crediti e che, conseguentemente, il rapporto di affidamento per la concessione di linee di credito autoliquidanti prosegua secondo le regole di diritto comune, non essendo oggetto di alcuna statuizione particolare da parte del Codice.

Del resto, una indiretta conferma della totale autonomia della vicenda del contratto rispetto alla presentazione della domanda di omologazione può rinvenirsi nella disciplina dell'accordo di ristrutturazione “ad efficacia estesa”, di cui all'art. 61 CCI, e, più in particolare, nel comma 4 del predetto articolo, secondo il quale “in nessun caso, per effetto dell'accordo di ristrutturazione, ai creditori ai quali è stato esteso l'accordo possono essere imposti l'esecuzione di nuove prestazioni, la concessione di affidamenti, il mantenimento della possibilità di utilizzare affidamenti esistenti o l'erogazione di nuovi finanziamenti”.

Il che significa che l'area degli accordi di ristrutturazione permane sempre e comunque presidiata dal principio della autonomia negoziale, giacché la concessione di affidamenti, il mantenimento della possibilità di utilizzare affidamenti esistenti o l'erogazione di nuovi finanziamenti potranno eventualmente essere determinazioni assunte dai creditori aderenti all'accordo (in questo senso essendo manifestazione dell'autonomia negoziale degli stessi), ma non imposte ai non aderenti (in questo senso essendo manifestazione della salvaguardia della autonomia negoziale di questi ultimi).

²³ Sul punto, estesamente e criticamente, L. MANDRIOLI, *Il mutuo con garanzie reali nel concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione*, in *dirittobancario.it*.

Conseguentemente, la presentazione della domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione non produrrebbe, di per sé, alcun effetto sullo svolgimento dei contratti “pendenti” alla data (siano essi “unilaterali” o “bilaterali”).

Riprendendo l’interrogativo poc’anzi lasciato in sospeso, alla luce di tale considerazione può essere “guidata”, allora, anche la lettura di quanto previsto dal secondo comma dell’art. 99, nel momento in cui stabilisce (anche con riferimento agli accordi di ristrutturazione) che, in caso di richiesta alla autorizzazione di finanziamenti prededucibili prima della omologazione del concordato preventivo o di accordi di ristrutturazione di debiti, “la richiesta può avere ad oggetto anche il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere al momento del deposito della domanda di cui al comma 1”.

Se la linea di credito in essere non subisce gli effetti della presentazione della domanda di omologazione, se ne deve concludere che la richiesta di cui al secondo comma deve intendersi come unicamente volta al riconoscimento della prededucibilità. Conseguentemente non apparirebbe corretto dedurre da quella norma: a) il principio per cui le linee di credito autoliquidanti dovrebbero ritenersi sospese alla data della presentazione della domanda; b) il principio per cui alla luce di quella domanda successivi atti di utilizzo potrebbero essere consentiti soltanto dietro autorizzazione del giudice. Il contratto, di per sé, prosegue (ferme restando le pattuizioni in esso contenute in merito al suo termine, o alla facoltà di recesso accordate alle parti); e, proseguendo, il cliente potrà continuare ad utilizzare il credito concesso fino all’ammontare dell’accordato, e senza autorizzazione veruna - quest’ultima rendendosi invece necessaria soltanto allorché, in ragione delle statuizioni contenute nell’accordo, si ritenga opportuno che la prosecuzione della esecuzione di quel rapporto venga assistita dalla prededucibilità.

Piuttosto, deve rimarcarsi come la possibilità di munire di prededucibilità una linea di credito autoliquidante “preesistente” per effetto della presentazione della domanda di omologazione di un accordo non è riprodotta con riguardo alla previsione di finanziamenti “in esecuzione” di un accordo di ristrutturazione dei debiti.

Dal che potrebbe astrattamente dedursi che linee di credito autoliquidanti preesistenti possano bensì continuare ad essere operative (ed essere anzi munite di prededucibilità laddove “funzionali” ai sensi

dell'art. 100), ma non potrebbero essere munite di prededucibilità laddove dovessero essere utilizzate come “esecutive” di un accordo di ristrutturazione.

Probabilmente, però, tale conclusione potrebbe essere affrettata, sol che si ponga mente alla circostanza che la prededucibilità, in questo caso, è subordinata bensì al criterio della funzione di esecuzione, ma anche alla “espressa indicazione nel piano” del finanziamento. D'altro canto – e conclusivamente - non può affatto escludersi che una linea di credito preesistente, nella economia del piano sotteso all'accordo di ristrutturazione, possa considerarsi funzionale alla sua “esecuzione”, e che, in quanto individuata specificamente nell'accordo, possa essere assistita dalla prededucibilità “ex nunc”.

Le tutele derivanti dalla polizza assicurativa stipulata dalle strutture e dagli esercenti l'attività sanitaria*

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. L'azione diretta del danneggiato – 2.1 La disciplina di riferimento – 3. L'azione di rivalsa – 3.1 Rivalsa e rapporto di preposizione – 3.2 La natura giuridica – 3.3 I presupposti per l'esercizio dell'azione – 3.4 I rapporti fra giudizio risarcitorio e giudizio di rivalsa – 3.5 La misura della rivalsa – 4. Il fondo di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria – 4.1 La funzione e la struttura – 4.2 L'operatività del Fondo – 4.3 Il rapporto con il responsabile del sinistro

—

1. Premessa

Dall'operatività della polizza assicurativa che obbligatoriamente la struttura sanitaria e gli esercenti l'attività sanitaria sono tenuti a stipulare ai sensi dei commi 1° e 3° dell'art. 10 della l. 24/2017 (legge Gelli-Bianco) scaturiscono una serie di nuove forme di tutela a beneficio del danneggiato, ma anche in favore delle parti del contratto di assicurazione.

Con il proposito di analizzare e tentare di tracciare le linee ricostruttive di tali figure, il presente lavoro è dedicato all'azione diretta, all'azione di rivalsa e al fondo di garanzia per i danni da responsabilità sanitaria, tra loro accomunati dall'intento del legislatore della novella di proteggere, attraverso il nuovo microsistema assicurativo introdotto con la legge speciale, ciascuno dei soggetti coinvolti dalla *malpractice* sanitaria.

2. L'azione diretta del danneggiato

L'azione che il paziente danneggiato può esperire direttamente nei confronti dell'assicurazione della struttura sanitaria ovvero

* Il presente lavoro riproduce, con modifiche, integrazioni e l'aggiunta delle note, il testo della relazione al convegno: “*Diritto alla salute e contratto di assicurazione*” tenutosi a Cagliari il 12 ed il 13 ottobre 2018 per iniziativa dell'Associazione Internazionale di Diritto delle Assicurazioni – Sezione Sardegna.

dell'assicurazione dell'esercente l'attività sanitaria è senz'altro una delle novità più salienti della nuova disciplina¹.

Ad essa è dedicato l'intero art. 12 della novella che, al comma 1°, richiama le medesime condizioni di procedibilità previste all'art. 18 per la tutela che il danneggiato può far valere nei confronti del nosocomio ovvero dell'operatore sanitario. Ne consegue che anche l'esercizio dell'azione diretta verso la compagnia di assicurazione (sia essa, indifferentemente, della struttura ovvero dell'operatore sanitario) dovrà avvenire mediante l'attivazione di un procedimento di accertamento tecnico preventivo *ex* art. 696 *bis* c.p.c. ovvero, in alternativa, un procedimento sommario *ex* art. 702 *bis*, c.p.c. preceduto da un tentativo obbligatorio di mediazione ai sensi dell'art. 5, comma 1° *bis*, del d. lgs. 4 marzo 2010, n. 28.

La coesistenza tra azione diretta e assicurazione obbligatoria rappresenta una particolarità della nuova disciplina in materia di responsabilità sanitaria. È opportuno ricordare, infatti, a titolo di esempio, che, diversamente da quanto è stabilito dalla novella, la tutela diretta del danneggiamento nei confronti dell'assicurazione non è contemplata né nella disciplina dedicata alla polizza assicurativa che ciascuno professionista deve obbligatoriamente stipulare (art. 5 d.p.r. 137/2012) per l'attività che esercita né dalle disposizioni dedicate all'obbligo assicurativo al quale sono tenuti gli intermediari assicurativi (art. 110 e 112 cod. ass.)².

¹ In generale, sull'azione diretta disciplinata dalla l. 24/2017, si vedano GAGGERO, *L'azione diretta del danneggiato*, in AA.VV., *La responsabilità sanitaria. Commento alla l. 8 marzo 2017, n. 24*, a cura di Alpa, Pisa, 2017, 466 e ss; HAZAN, *L'azione diretta verso l'assicuratore (e il regime delle eccezioni e della rivalsa)* in AA. VV., *La nuova responsabilità sanitaria e la sua assicurazione. Commento sistematico alla legge 8 marzo 2017, n. 24 (c.d. Legge Gelli)*, Milano, 2017, 609 ss.; PACILEO-SICA, *Sub. art. 12*, in AA. VV., *Commentario alla legge 8 marzo 2017, n. 24*, a cura di Meoli, Sica e Stanzone, Napoli, 2018, 254 ss; MONTICELLI, *Le nuove dinamiche assicurative nella relazione di cura: note a margine della l. 8 marzo 2017, n. 24*, in AA. VV., *La nuova responsabilità sanitaria dopo la riforma Gelli-Bianco (legge 24/2017)*, a cura di Volpe, Bologna, 2018, 147 ss; COPPOLA, *Il nuovo sistema della responsabilità civile sanitaria*, in *Resp. civ. prev.*, 2018, 1448 ss.; CORRIAS, *I profili di rilievo assicurativo della legge Gelli-Bianco*, in *Riv. dir. priv.*, 2019, 213 ss.

² Oltre alla fattispecie disciplinata dall'art. 144 cod. ass., ci troviamo dinanzi ad una ipotesi – analoga a quella in esame – in cui l'azione diretta si accompagna all'obbligo assicurativo, nel caso di assicurazione per l'esercizio dell'attività venatoria ai sensi dell'art. 10, comma 10°, l. 11 febbraio 1992, n. 157.

La funzione dell'azione diretta che traspare dalla novella è quella di rafforzare la tutela del danneggiato nell'ambito dell'assicurazione obbligatoria esaltando l'aspetto sociale dello strumento assicurativo³.

Quanto alla natura giuridica dell'azione in questione, una parte della dottrina⁴, ripercorrendo i tratti dell'azione diretta prevista per la responsabilità civile nella circolazione dei veicoli, propende per una natura contrattuale che troverebbe la sua fonte in fattispecie complessa formata dal fatto illecito (o dall'inadempimento), dal contratto di assicurazione e dalla relazione che intercorre tra assicuratore e danneggiato.

Tuttavia, proprio per le difficoltà di identificare esattamente la fattispecie in esame con quella simile della responsabilità civile da circolazione di autoveicoli, si rivela maggiormente convincente l'opinione di chi⁵, invece, afferma, che l'azione diretta disciplinata dalla novella abbia natura legale.

In particolare, si ritiene che l'obbligazione dell'assicurazione verso il danneggiato debba qualificarsi come *obligatio ex lege*⁶ che presuppone un rapporto fra danneggiante e danneggiato e, nel contempo, costituisca altresì attuazione del rapporto fra danneggiante e assicuratore.

2.1 La disciplina di riferimento

Per quanto attiene alla disciplina, invece, emerge la chiara ispirazione al modello dell'azione diretta del danneggiato nei confronti dell'assicurazione obbligatoria per la circolazione dei veicoli e dei natanti (art. 144 cod. ass.) che costituisce il paradigma generale

³ Così CORRIAS, *I profili di rilievo assicurativo della legge Gelli-Bianco*, cit., 229; nello stesso senso cfr. MONTICELLI, *Le nuove dinamiche assicurative*, ecc., cit., 148.

⁴ In tal senso HAZAN, *L'azione diretta verso l'assicuratore*, cit., 604 ss. il quale ripercorre il pensiero di DE CUPIS, *L'azione della vittima, profili di diritto sostanziale*, Padova, 1977, 107.

⁵ Di quest'opinione è GAGGERO, *Azione diretta del soggetto danneggiato*, cit., 465; ID., *L'azione diretta del danneggiato nei confronti dell'assicuratore della responsabilità civile sanitaria*, in *Contr. impr.*, 2018, 735 ss., spec. 758.

⁶ In proposito si veda il recente contributo di PROCIDA MIRABELLI DI LAURO (*L'obbligazione come rapporto complesso* in *Riv. dir. civ.*, 2018, 910 ss), il quale richiama la dottrina tedesca a proposito delle obbligazioni *ex lege* aventi fondamento nell'obbligo di buona fede e correttezza.

dell'azione diretta in ambito assicurativo. In particolare, infatti, di quest'ultima si riscontrano – in capo al danneggiato – il medesimo limite delle somme per le quali è stato stipulato il contratto di assicurazione (art. 12) nonché il limite del massimale di polizza che l'assicuratore incontra nell'opporre al danneggiato le eccezioni derivanti dal contratto.

Venendo all'esame dei legittimati passivi nel procedimento che si instaura con l'esercizio dell'azione diretta, essi devono identificarsi nell'assicurato (ovvero nel responsabile civile) nonché nella compagnia di assicurazione.

Tali soggetti, pur convenuti dal danneggiato in virtù di titoli differenti – il contratto ovvero l'illecito civile per il primo e la legge per l'altra – sono accomunati tra loro dall'interesse univoco di realizzare il soddisfacimento del comune creditore (paziente danneggiato).

Tale circostanza induce a ritenere che, nonostante la mancanza di un'espressa qualificazione legislativa, i soggetti legittimati passivi siano coobbligati in solido dal momento che la nozione di obbligazione solidale implica esclusivamente la medesima prestazione (affinchè l'adempimento di uno degli obbligati possa liberare gli altri) ma non già l'*eadem causa obligandi* né l'unicità del titolo formale⁷.

In quest'ottica deve, peraltro, leggersi l'art. 12, comma 4°, che, analogamente a quanto prevede l'art. 144, comma 3°, cod. ass., introduce l'obbligo del litisconsorzio necessario tra struttura e l'assicurazione ovvero tra quest'ultima e l'esercente l'attività sanitaria, derogando così ai principi processuali che governano le obbligazioni solidali. E ciò evidentemente al fine di rafforzare la posizione dell'assicurazione la quale, in presenza di clausole fondate sulla polizza e, in quanto tali, inopponibili al danneggiato, potrà agire nei confronti dell'assicurato invocando il giudicato nel giudizio promosso dal danneggiante⁸.

⁷ In questo senso CORRIAS, *I profili di rilievo assicurativo della legge Gelli-Bianco*, cit., 230; più in generale, sulla qualificazione dell'obbligazione come solidale pur in assenza della *eadem ratio* e dell'unicità del titolo, si rimanda a ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, Milano, 1993, 58.

⁸ In argomento v. COREA, *I profili processuali della nuova legge sulla responsabilità medica: note a prima lettura*, in *Judicium*, 2017, *passim*, il quale ritiene che si tratti di un litisconsorzio necessario non determinato da ragioni sostanziali né

Nel raffronto tra l'azione in esame e quella disciplinata dall'art. 144 cod. ass. si rinvencono, tuttavia, anche alcune differenze.

L'art. 12, comma 2°, infatti, diversamente da ciò che prevede la disciplina in materia di azione diretta nella responsabilità da circolazione di autoveicoli e natanti, limita le eccezioni opponibili al danneggiato alle sole contestazioni fondate sui requisiti minimi del contratto che verranno individuati con decreto del MISE da emanarsi ai sensi dell'art. 10 comma 6°. Ciò induce a ritenere che tali eccezioni potranno essere sollevate al danneggiato anche se non previste in concreto dalla specifica polizza assicurativa considerata e prescindendo altresì dal fatto che essa possa contenere condizioni più favorevoli o più onerose per il danneggiato.

A conferma di tale interpretazione si richiama, in linea con una parte della dottrina⁹, il dettato dell'art. 12, comma 3°, che limita l'azione di rivalsa della struttura nei confronti dell'esercente l'attività sanitaria al rispetto dei requisiti minimi del contratto stabiliti nel decreto ministeriale che sarà emanato ai sensi dell'art. 10 comma 6°. Deve ritenersi, infatti, che sussista una necessaria simmetria tra i limiti delle eccezioni opponibili al danneggiato che agisce in virtù dell'azione diretta e le limitazioni che incontra la struttura nell'esercitare l'azione di rivalsa nei confronti dell'esercente l'attività sanitaria.

Di particolare rilievo si rivela, infine, il diritto, previsto dall'art. 12, comma 4°, in favore del danneggiato, dell'assicurazione e dell'esercente l'attività sanitaria, di accedere ai documenti della struttura che riguardano i fatti dedotti in ogni fase di trattazione del sinistro. Si tratta di un'evidente espressione del generale principio della trasparenza dei dati¹⁰.

da motivi processuali, ma da ragioni di opportunità tenuto conto che tale litisconsorzio diverrebbe, comunque, necessario ogniqualvolta l'assicurazione agisce in via di rivalsa nei confronti dell'assicurato, trattandosi – in tal caso – di un cumulo nello stesso giudizio dell'azione del creditore con quella di regresso del coobbligato in solido.

⁹ In questo senso CORRIAS, *I profili assicurativi della legge Gelli-Bianco*, cit., 231; per la *ratio* della rivalsa si rimanda *infra* al successivo par. 3; per la simmetria tra azione diretta e azione di rivalsa v. anche PACILEO-SICA, *Sub art. 12*, cit., 257.

¹⁰ Per il rapporto tra la disciplina della *privacy* ed il diritto di accesso alla documentazione sanitaria v. BOLOGNINI, *Trasparenza dei dati e tutela della privacy*, in AA. VV., *La nuova responsabilità sanitaria e la sua assicurazione*, cit., 123 ss.

Dalla lettura delle norme emerge, in particolare, una similitudine con la disposizione di cui all'art. 142 *bis* cod. ass. concernente le informazioni che il danneggiato può chiedere a proposito della polizza che ha cagionato il sinistro nonché con il disposto dell'art. 146 cod. ass., che consente all'assicurato e al danneggiato, di accedere ai dati dell'assicurazione al termine del procedimento di liquidazione e constatazione dei danni¹¹.

3. *L'azione di rivalsa*

Anche la rivalsa disciplinata dall'art. 9 della novella deve ricomprendersi, specialmente quando essa viene esercitata in via surrogatoria – ai sensi dell'art. 1916 c.c. – dall'assicurazione della struttura sanitaria, fra le nuove forme di tutela derivanti dall'obbligo di stipulazione della polizza assicurativa introdotto dalla novella. Tale azione mira alla regolamentazione dei rapporti interni tra la struttura sanitaria, pubblica o privata, ed il medico ogniqualvolta la prima abbia risarcito il paziente danneggiato a seguito della *malpractice* sanitaria riferibile al secondo.

In particolare, nell'art. 9 rubricato <<*azione di rivalsa o di responsabilità amministrativa*>>, trovano regolamentazione sia l'azione esercitata dal Pubblico Ministero davanti alla Corte dei Conti a tutela della struttura sanitaria pubblica, sia la rivalsa promossa dalla struttura privata nei confronti del medico davanti al Giudice ordinario dopo aver risarcito il paziente danneggiato¹².

¹¹ Così CORRIAS, *I profili assicurativi*, ecc., cit.; in argomento, cfr. altresì, ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, III, Milano, 2013, 714.

¹² Sull'azione di rivalsa prevista dall'art. 9 l. 24/2017, si vedano D'ADDA, *Solidarietà e rivalse nella responsabilità sanitaria: una nuova disciplina speciale*, in *Corr. giur.*, 2017, 769 ss; ID., *Ausiliari, responsabilità solidale e "rivalse"*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 361 ss; PARI, *L'azione di rivalsa e l'azione di responsabilità amministrativa nei confronti dell'esercente la professione sanitaria: le novità introdotte dalla l. n. 24/2017*, in *Responsabilità medica*, 2017, 365 e ss.; PALADINI, *L'azione di rivalsa nei confronti dell'esercente la professione sanitaria*, ivi, 2018, 139 ss.; COSTANZA, *Colpa grave fra esonero ed imputazione*, in AA. VV., *La nuova responsabilità sanitaria dopo la riforma Gelli-Bianco* (legge n. 24/2017), a cura di Volpe, cit., 144 ss.; PARTENZA, *L'azione di rivalsa nelle strutture private*, in AA. VV., *La nuova responsabilità sanitaria e la sua assicurazione*, cit., 521 ss.; CATALANO, *Azione di rivalsa o di responsabilità amministrativa*, in AA. VV., *Commentario alla*

In particolare, le norme di cui ai commi 2°, 3° e 4° sono dedicate ai rapporti tra il giudizio intrapreso dal paziente danneggiato contro la struttura sanitaria e l'azione di rivalsa. Oltre alla necessità del dolo o della colpa grave dell'esercente (comma 1°) e al rispetto di un termine decadenziale di un anno per la proposizione dell'azione, il legislatore della novella, al comma 2°, introduce il divieto di dare impulso all'azione di rivalsa contestualmente all'azione risarcitoria principale, sempreché l'esercente non sia stato anch'egli parte nella fase – giudiziale o stragiudiziale – del risarcimento del danno. In caso contrario, infatti, la struttura sanitaria, prima di poter far valere la rivalsa, dovrà necessariamente aver integralmente risarcito il paziente danneggiato.

L'autonomia tra il giudizio risarcitorio e quello di rivalsa si evince dai successivi commi 3° e 4° del medesimo art. 9. Nel primo si nega esplicitamente che la sentenza pronunciata nel giudizio risarcitorio possa rilevare nel giudizio di rivalsa. Nel secondo, invece, si esclude che la transazione tra il danneggiato e la struttura (o la sua assicurazione) sia opponibile all'esercente la professione sanitaria.

All'utilizzo delle risultanze del procedimento risarcitorio in quello di rivalsa è dedicato l'ultimo comma dell'art. 9 della novella là dove, sia per il giudizio di responsabilità amministrativa dinanzi alla Corte dei Conti sia per quello di rivalsa davanti al Giudice ordinario, si prevede che il giudice possa tener conto delle prove acquisite nel corso del giudizio risarcitorio, ma soltanto se il medico sia stato parte di quel processo.

3.1 *Rivalsa e rapporto di preposizione*

Venendo ai caratteri della figura, occorre preliminarmente una precisazione di natura terminologica a proposito del significato del termine “*rivalsa*” adoperato all'art. 9 dal legislatore della novella. Si tratta, a ben vedere, di un vero e proprio diritto di regresso *ex art. 1299 c.c.*. E ciò non già alla luce della distinzione, invero non condivisibile, tra la presunta natura contrattuale del regresso e la natura legale della

legge 8 marzo 2017, n. 24, cit., 200 e ss.; FRANZONI, *Colpa e linee guida nella nuova legge*, in *Danno e resp. civ.*, 2017, 271.

rivalsa prospettata da una parte della dottrina¹³, ma esclusivamente perché l'azione in questione, che esula inequivocabilmente dalla rivalsa assicurativa in senso stretto (proprio in quanto in questo caso la legittimazione dell'assicuratore è meramente eventuale e opera soltanto in via surrogatoria), corrisponde esattamente al potere che il condebitore in solido può esercitare nei confronti di ciascuno degli altri coobbligati dopo aver soddisfatto interamente il creditore.

L'art. 9 della novella prevede, infatti, in coincidenza con la disciplina del diritto di regresso di cui agli artt. 1299 e 2055 c.c., che il debitore possa ripetere da ciascun coobbligato la quota di sua spettanza dopo aver adempiuto per intero all'obbligo di risarcimento del danno in favore del paziente.

Una volta appurato che ci troviamo dinanzi al diritto di regresso utilizzato come strumento volto a regolamentare il rapporto interno tra la struttura sanitaria ed il medico, è opportuno evidenziare meglio i caratteri di questo rapporto.

Dalla lettura del combinato disposto degli artt. 7 e 9 della novella e, in particolare, dall'esplicito richiamo all'art. 1228 c.c., emerge con chiarezza che la posizione della struttura rispetto all'esercente, destinatario dell'azione di rivalsa esperita da quest'ultima, debba necessariamente identificarsi con la relazione intercorrente tra il preponente ed il preposto disciplinata dalle norme dedicate alla responsabilità per fatto degli ausiliari¹⁴.

¹³ PARTENZA, *La nuova responsabilità sanitaria e la sua assicurazione*, in AA. VV., *La nuova responsabilità sanitaria e la sua assicurazione*, cit., 526; in linea con quanto si sostiene nel testo cfr., invece, PARI, *L'azione di rivalsa e l'azione di responsabilità amministrativa*, ecc., cit., 366; così anche COPPOLA, *Il nuovo sistema della responsabilità civile sanitaria*, cit., 1470; sulla qualificazione dell'azione come regresso si è espresso favorevolmente anche D'ADDA, *Solidarietà e rivalse nella responsabilità sanitaria*, ecc., cit.; in argomento cfr., altresì, CALLIPARI, *L'azione di rivalsa*, in AA. VV., *La responsabilità sanitaria*, a cura di Alpa, cit., 369, il quale mostra perplessità di fronte all'ipotetica qualificazione della rivalsa come "garanzia impropria".

¹⁴ In proposito è opportuno evidenziare la necessaria diversità di *ratio* e di disciplina a seconda che il rapporto di preposizione rilevi ai fini della responsabilità contrattuale del debitore (1228 c.c.) – come accade nel corso della presente indagine – ovvero per accertare la responsabilità aquiliana di quest'ultimo (art. 2049 c.c.); in argomento si rimanda all'analisi di D'ADDA, *Ausiliari, responsabilità solidale e "rivalse"*, cit., 365, il quale osserva che << ... nel primo caso, l'attività dell'ausiliario è perfettamente incardinata sul programma obbligatorio originario (...), nel secondo

In linea con i caratteri del rapporto di preposizione tracciati dalla dottrina prevalente e dalla giurisprudenza¹⁵, non certo limitati ad una rigida subordinazione dell'ausiliario rispetto al preponente, nella novella si ravvisa il proposito di estendere l'area di responsabilità della struttura sanitaria nei confronti del paziente e, conseguentemente la possibilità della prima di agire in via di rivalsa nei confronti dell'esercente, ad una serie di fattispecie avulse dal nesso di subordinazione, ma tutte in grado di ricondurre eziologicamente l'operato del medico all'attività del nosocomio.

La responsabilità di quest'ultimo nei confronti del danneggiato *ex art. 1228 c.c.*, che il 2° comma dell'art. 7 estende espressamente alle prestazioni svolte dagli ausiliari in *intramoenia* o che esercitano la propria attività attraverso la sperimentazione, la ricerca clinica, la telemedicina o in qualunque altra forma riconducibile al regime di convenzionamento con il Servizio Sanitario nazionale (art. 7, comma 2°), trova il suo fondamento nel contratto di ospedalità concluso con il paziente.

In proposito, proprio i caratteri di quel negozio atipico – esattamente individuati dalla giurisprudenza di legittimità come un insieme composito di prestazioni che oltre alla cura del paziente comprende anche l'efficienza dell'organizzazione ospedaliera, il funzionamento delle attrezzature degli impianti, il vitto e le sistemazioni logistiche¹⁶ –

caso, invece, la condotta dannosa (...) non ha ad oggetto la mancata (od inesatta) esecuzione dell'obbligazione assunta dal committente verso un creditore; piuttosto lo svolgimento delle mansioni si rivela pregiudizievole per un soggetto terzo>>; neppure la figura del preposto può dirsi univoca dovendo, al contrario, ritenersi che la nozione di ausiliario *ex art. 1228 c.c.* debba interpretarsi più estensivamente rispetto a quella del commesso *ex art. 2049 c.c.*; in questo senso v. ampiamente BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, nel *Comm. del Cod. Civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna, 1979, 458.

¹⁵ In proposito, ferma la distinzione di cui alla precedente nota (14) fra commesso ed ausiliario, per l'individuazione dei caratteri di quest'ultima categoria si rimanda a Cass. 6 giugno 2014, n. 12833 e Cass., 30 settembre 2014, n. 20457.

¹⁶ In argomento cfr. CONTE-VICIANI, *Sulla responsabilità civile della struttura sanitaria*, cit., 278, i quali, nell'ottica di una responsabilità nascente dal contratto, ritengono che << ... in simili contesti il compito dell'interprete consisterà nella valutazione eziologica, non tanto della singola condotta del medico, bensì della "deficienza organizzativa" nel suo insieme>>; in giurisprudenza cfr. Cass., 14 giugno 2007, n. 13953; Cass., 22 ottobre 2014, n. 22331, in *Foro it.*, 2015, I, 999; Cass., 22 settembre 2015, n. 18610.

devono indurre ad interpretare la disposizione di cui all'art. 7, comma 2° in modo tale che, nel rispetto della sua indubbia specialità ed in ragione della sua natura imperativa espressamente prevista dal successivo 5° comma, essa possa applicarsi soltanto alle fattispecie specificamente contemplate. Con la conseguenza che dovrà escludersi la responsabilità della struttura per il fatto dei propri ausiliari ogniquale volta la posizione dell'operatore sanitario, pur indirettamente riconducibile all'organizzazione del nosocomio, non rientri tra le attività espressamente previste dalla disposizione in esame come, ad esempio l'ipotesi in cui il rapporto medico – paziente sia sorto indipendentemente rispetto all'utilizzo – da parte del professionista – di spazi e macchinari messi a sua disposizione dalla struttura che, tuttavia, non abbia mai interagito con il fruitore della prestazione¹⁷.

3.2 La natura giuridica

Una volta rinvenuto nel rapporto di preposizione tra il medico e la struttura sanitaria il presupposto minimo indispensabile per la legittimazione di quest'ultima alla rivalsa, si rende altresì necessario indagare sulla natura giuridica di tale azione.

In proposito, in linea con l'opinione della miglior dottrina¹⁸, deve attribuirsi natura contrattuale al rapporto di preposizione in qualunque

¹⁷ Sulla natura imperativa delle disposizioni dell'art. 7 si veda ALPA, *Dal medico all'equipe, alle strutture, al sistema, cit.*, 231; il quale, tuttavia, nell'ipotesi di attività svolta *in intramoenia*, nonostante essa sia espressamente prevista dall'art. 7 comma 3°, ritiene che sussista una responsabilità aquiliana del medico; a proposito della regolamentazione delle attività non riconducibili alla previsione dell'art. 7, comma 2°, v. anche l'opinione di CERDONIO CHIAROMONTE, *Responsabilità per fatto degli ausiliari*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 505.

¹⁸ Così BENATTI, *Contributo allo studio delle clausole di esonero da responsabilità*, Milano, 1971, 96 e ss., il quale ritiene che così come il debitore è responsabile dei mezzi materiali impiegati nell'adempimento, allo stesso modo egli è responsabile delle persone che utilizza nell'impresa; nello stesso senso si veda altresì BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni, cit.*, 379, il quale, pur non facendo leva su un giudizio di responsabilità ai fini dell'imputazione al debitore del fatto dell'ausiliario, ricostruisce il dettato dell'art. 1228 c.c. fondandosi sulla posizione strumentale del cooperatore come soggetto di cui l'obbligato si avvale per adempiere l'obbligazione; in senso contrario si veda, invece, CASTRONOVO, voce *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur. it.*, XXI, 1990, 7, il quale rinviene nella disposizione di cui all'art. 1228 c.c. una responsabilità di natura aquiliana derivante dalla violazione degli

forma esso si manifesti in quanto la riconducibilità, anche indiretta, del preposto all'organizzazione del preponente implica sempre un vincolo di natura negoziale da elevarsi ad elemento essenziale della categoria considerata.

Da ciò deriva, pertanto, che le modalità di esercizio dell'azione di rivalsa non potranno che ispirarsi alle regole della responsabilità contrattuale pur nel rispetto della specialità che contraddistingue la nuova disciplina.

È bene evidenziare, infatti, che attraverso la rivalsa il legislatore della novella ha voluto regolamentare il rapporto interno tra la struttura ed il medico, con l'intento di riequilibrare, nei limiti dettati dall'art. 9 della novella, i risultati dei differenti regimi di responsabilità ai quali, nel rapporto esterno con il paziente, soggiacciono i due protagonisti del rapporto di preposizione.

Ne consegue che, proprio in linea con i propositi del legislatore della novella, debba escludersi una integrale concentrazione – in capo alla struttura sanitaria – della responsabilità nei confronti del paziente, dal momento che la medesima struttura, entro i limiti della disciplina dettata dall'art. 9, potrà sempre rivalersi – in ragione del rapporto di preposizione – nei confronti del proprio ausiliario dopo aver soddisfatto integralmente le pretese del paziente danneggiato. Ciò trova origine in una obbligazione solidale che, dal lato esterno, nei confronti del comune creditore (il paziente danneggiato), vede come coobbligati – seppur con titolo diverso – il medico che risponde in via aquiliana del suo operato e la struttura, responsabile, invece, ai sensi degli artt. 1218 e 1228 c.c.. Con la conseguenza che il diritto di regresso, esercitato dal nosocomio nei confronti del proprio ausiliario, non incontrerà alcuno sbarramento derivante dal regime di responsabilità del c.d. doppio binario nei confronti del comune creditore considerato che, alla luce del dettato degli artt. 1292 e 1293 c.c., in tali ipotesi la solidarietà non subisce alcuna alterazione di sorta nonostante le differenti modalità cui sono tenuti i singoli coobbligati¹⁹.

obblighi di protezione; in argomento, in giurisprudenza, a proposito della responsabilità dell'organizzatore di viaggio, si veda Cass. civ., 27 giugno 2007, n. 14837, in *Danno e resp.*, 2008, 993, con nota di Laghezza, *Contratto di viaggio, sinistro stradale, limiti alla responsabilità del tour operator*.

¹⁹ Per l'analisi del concetto di "medesima prestazione" si rimanda alle parole di ORLANDI, *La responsabilità solidale*, ecc., cit., 58, il quale, in proposito, afferma: <<

È opportuno, infatti, evidenziare che la nozione di obbligazione solidale implica esclusivamente la presenza della medesima prestazione (affinchè l'adempimento di uno degli obbligati possa liberare tutti gli altri), ma non già *l'eadem causa obligandi* né, tantomeno, l'unicità del titolo formale. Al contrario, la pluralità di fonti, pur rendendo autonomi i rapporti che ne derivano, non impedisce l'attuazione dell'obbligazione secondo le regole della solidarietà quando i debiti diversi siano funzionalmente collegati a soddisfare un interesse del creditore patrimonialmente unitario²⁰.

In quest'ottica, la struttura, pertanto, a prescindere dal differente titolo di responsabilità che il paziente vanta nei suoi confronti rispetto ai caratteri della pretesa che lo stesso danneggiato potrà far valere verso il medico, potrà agire sempre – in via di rivalsa – *ex contractu* verso quest'ultimo pur se, in tal caso, la regola generale di cui all'art. 1218 c.c. dovrà adattarsi ai limiti della speciale disciplina dell'azione di regresso introdotta dalla novella. Ciò conseguentemente implica che, trattandosi, per le ragioni evidenziate in precedenza, di una speciale azione di regresso e non già di una rivalsa, il nosocomio, in assenza dei presupposti imprescindibili di cui all'art. 9 della novella, non potrà beneficiare della tutela ordinaria per far valere la propria pretesa derivante dall'inadempimento del debitore nelle vesti di ausiliario. Una simile conclusione poggia non soltanto su ragioni sistematiche fondate sullo spirito della riforma del 2017, volto ad alleggerire la posizione del

... essa è “medesima” non in quanto tutti siano tenuti al medesimo comportamento, ma perché ciascun comportamento è idoneo a realizzare l'interesse del creditore, estinguendo l'obbligazione>>”; il carattere solidale dell'obbligazione in esame implica, naturalmente, che il paziente, sia pure in modo improbabile, possa agire direttamente nei confronti dell'operatore sanitario, piuttosto che far valere la sua pretesa verso la struttura, dovendo, in tal caso, adeguarsi alle regole (specialmente quelle relative alla distribuzione dell'onere della prova e della prescrizione) in materia di responsabilità aquiliana.

²⁰ GRASSO, *Surrogazione legale e solidarietà*, in *Saggi di diritto delle obbligazioni e dei contratti*, Napoli, 2001, 99; in giurisprudenza cfr. Cass., 13 luglio 2010, n. 16391 che testualmente statuisce: << ... la solidarietà di cui all'art. 1292 c.c. sussiste non già quando unica sia la fonte dell'obbligazione, ma quando più soggetti siano tenuti ad eseguire la medesima prestazione>>”; nello stesso senso si veda altresì Cass. sez. un., 5 febbraio 2008, n. 2655, che, a proposito dell'obbligazione solidale nascente dalla fideiussione, analizza il collegamento fra obbligazione principale e obbligazione fideiussoria evidenziando l'individualità soggettiva e oggettiva che caratterizza ciascuna di esse; sul punto cfr. anche Cass., 18 marzo 2005, n. 5971.

medico, ma ancor prima sulla esplicita deroga della *lex specialis* alla *lex generalis* che, alla luce dell'art. 9, intercorre tra la disciplina della rivalsa (*rectius* del regresso) introdotta dalla novella rispetto alle regole generali della responsabilità del debitore per inadempimento²¹.

3.3 I presupposti per l'esercizio dell'azione

L'indubbio carattere di specialità che permea la nuova disciplina del diritto di regresso della struttura nei confronti del proprio ausiliario implica, pertanto, che, ai fini dell'esercizio della c.d. azione di rivalsa, debba sussistere ciascuno dei presupposti, soggettivi ed oggettivi, previsti dall'art. 9 della novella.

In particolare, oltre alla necessità di un rapporto di preposizione (nel senso già chiarito in precedenza) tra il nosocomio ed il proprio ausiliario, quest'ultimo dovrà aver agito con dolo ovvero con colpa grave. Per l'individuazione dei caratteri della colpa grave è auspicabile un urgente intervento chiarificatore della giurisprudenza che ne tracci con maggiore esattezza i confini, abbandonando l'attuale equazione, oggi quanto mai inadeguata, tra colpa grave e attività che implica la soluzione di problemi di speciale difficoltà.

La necessità, da un lato, di distinguere tra colpa lieve e colpa grave e, dall'altro lato, la natura aquiliana attribuita dalla novella alla responsabilità del medico nei confronti del paziente, dovrebbero, infatti, indurre ad abbandonare i limiti della colpa grave *ex art. 2236 c.c.* introdotti dalla giurisprudenza per attingerne, invece, i tratti identificativi tenendo conto maggiormente dell'elemento soggettivo dell'illecito civile²².

²¹ Per i principi animatori della novella si veda ALPA, *Ars interpretandi e responsabilità sanitaria*, ecc., cit., 729; sulla funzione derogatoria della legge speciale si rimanda a IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1998.

²² Sui criteri per l'individuazione della colpa grave v. CALLIPARI, *L'azione di rivalsa*, cit., 373, il quale richiama il canone penalistico fondato sulla misura dell'allontanamento dell'autore del fatto dal modo in cui avrebbe agito l'agente ideale. L'A. evidenzia, inoltre, la << ... necessità di compiere un giudizio di esigibilità dell'osservanza della regola cautelare da parte dell'esercente la professione sanitaria >>, con la conseguenza che << ... la colpa potrà quindi essere giudicata grave o meno in base ad alcune situazioni che in concreto possono condizionare quel giudizio >>. La tesi in questione, tuttavia, non convince appieno se si considera che la novella, nel rispetto della tradizione, ha mostrato di non seguire un criterio

Allo stesso modo, anche i presupposti oggettivi della rivalsa devono elevarsi tutti a condizione di procedibilità dell'azione.

Ciò trova conferma, infatti, nella natura decadenziale del termine di un anno per la proposizione dell'azione preceduta dall'integrale soddisfacimento del paziente danneggiato.

Nella stessa ottica, anche alla luce dell'esegesi dell'art. 13, emerge altresì un'inequivoca perentorietà del termine per la comunicazione al medico dell'avvenuta instaurazione del giudizio risarcitorio ovvero dell'avvio di trattative stragiudiziali con il danneggiato.

L'esplicita previsione dell'inammissibilità nel caso di mancato rispetto di tale sbarramento temporale implica, infatti, analogamente a quanto accade per gli altri due presupposti oggettivi appena esaminati, che anche il termine di quarantacinque giorni abbia natura perentoria e costituisca una delle condizioni di procedibilità dell'azione²³.

Per quanto attiene, invece, alla prescrizione del diritto di regresso della struttura sanitaria nei confronti del medico, deve ritenersi che, in assenza di un'esplicita deroga ai principi generali, valga il termine decennale in ragione della responsabilità *ex contractu* che incombe sul destinatario della rivalsa.

3.4 I rapporti fra giudizio risarcitorio e giudizio di rivalsa

Venendo poi alle questioni connesse alla partecipazione del medico al giudizio risarcitorio ed al rapporto con il giudizio di rivalsa, la chiave interpretativa deve ancora una volta ricercarsi nel carattere speciale della nuova disciplina che – come più volte è stato evidenziato – mira a concentrare la responsabilità della *malpractice* sanitaria in capo alla struttura senza, tuttavia, precludere totalmente a quest'ultima di rivalersi nei confronti del proprio ausiliario.

In ciò risiede, pertanto, non soltanto il fondamento dei presupposti necessari per l'esercizio dell'azione, ma anche delle preclusioni che la

universale, valido sia sotto il profilo civilistico che penalistico, a proposito della irrilevanza (o meno) della colpa lieve.

²³ Sulla natura perentoria del termine in questione v. HAZAN-CINELLI, *Il coinvolgimento dell'esercente la professione sanitaria nel giudizio e nelle trattative*, in AA. VV., *La nuova responsabilità sanitaria*, cit., 631 e ss.; in argomento cfr. altresì PALADINI, *L'azione di rivalsa*, ecc., cit., 147; COREA, *I profili processuali della nuova legge sulla responsabilità medica*, ecc., cit.; CALLIPARI, *L'azione di rivalsa*, cit., 371.

struttura incontra a seconda che il medico abbia partecipato o meno al giudizio risarcitorio. È evidente, infatti, che l'inopponibilità della sentenza pronunciata nel giudizio risarcitorio ovvero della transazione conclusa con il danneggiato, così come il divieto di desumere argomenti di prova dalle risultanze istruttorie del processo risarcitorio al quale il medico non ha preso parte, siano tutte inequivocabili manifestazioni dell'intento del legislatore della novella di privilegiare la posizione dell'operatore sanitario rispetto a quella della struttura, senza mai consentire, neppure nell'ambito del rapporto interno tra questi due soggetti, un completo riassetto dei reciproci interessi che dal lato esterno, nei confronti del paziente danneggiato, risultano assai squilibrati in sfavore della struttura sanitaria.

Nonostante le indubbie preclusioni all'esercizio dell'azione prevista dalla disciplina speciale, non convince, tuttavia, l'interpretazione della disposizione contenuta nell'art. 9, comma 2° e 3°, prospettata da una parte della dottrina²⁴ nel punto in cui si nega alla struttura il diritto di chiamare in causa il medico al fine di estendere a quest'ultimo gli effetti del giudizio risarcitorio ogniqualvolta l'esercente non sia stato convenuto dal paziente danneggiato. Deve, al contrario, ritenersi che tale coinvolgimento sia possibile essenzialmente per due ordini di ragioni.

La prima si fonda sul dato testuale della disposizione in quanto l'inciso di cui ai commi 2° e 3° dell'art. 9 della novella (*<<se l'esercente la professione sanitaria non è stato parte del giudizio>>*) non implica che l'attribuzione della qualità di parte del processo sia eccezionalmente demandata all'attore in via esclusiva. Nell'ipotesi in cui il danneggiato che dà impulso al giudizio risarcitorio non abbia convenuto anche il medico (come verosimilmente accadrà stante soprattutto le controindicazioni inerenti l'onere della prova), infatti, quest'ultimo potrà entrare a far parte del processo secondo le regole ordinarie. E, quindi, non soltanto attraverso la chiamata in causa del terzo *ex* artt. 106 e 269 c.p.c. su istanza della struttura convenuta, ma anche, in virtù di un intervento per ordine del giudice *ex* art. 107 c.p.c.

²⁴ D'ADDA, *Solidarietà e rivalse nella responsabilità sanitaria*, ecc., cit., 775; il medesimo autore giunge a tali conclusioni pur condividendo la soluzione della rivalsa alla luce dell'impossibilità di una *<< ... meccanica sovrapposizione tra programma obbligatorio originario e sua esecuzione>>* (così D'ADDA, *Ausiliari responsabilità solidale e "rivalsa"*, cit., 376).

ovvero, almeno astrattamente, anche in ragione dell'intervento volontario su iniziativa del medesimo medico ai sensi dell'art. 105 c.p.c.²⁵.

La seconda ragione è, invece, di carattere sistematico e si fonda sulla *ratio* della rivalsa introdotta dalla novella. Se è vero, infatti, che l'azione in questione mira a riequilibrare, seppur in termini restrittivi e non esaustivi, il rapporto interno tra il medico e la struttura sanitaria dopo che quest'ultima ha sopportato, dal lato esterno, per effetto delle conseguenze della responsabilità fondata sul c.d. doppio binario, gli oneri risarcitori nei confronti del danneggiato, appare eccessivamente preclusivo per le aspettative di rivalsa del nosocomio impedire a quest'ultimo di avvalersi dello strumento processuale ordinario della chiamata in garanzia ogniqualvolta sussistano le condizioni di cui al combinato disposto degli artt. 9 e 13 per il coinvolgimento del medico nel giudizio risarcitorio.

Per quanto attiene, invece, ai caratteri del giudizio di rivalsa intrapreso nei confronti dell'esercente che non ha preso parte al giudizio risarcitorio, l'impressione complessiva che la nuova disciplina suscita è quella di fare riferimento ai principi di carattere generale, senza l'introduzione di deroghe giustificate dal regime di specialità, con il proposito però di privilegiare la posizione del destinatario della rivalsa rispetto alla struttura sanitaria.

In particolare, ciò emerge sia dall'espressa previsione dell'inopponibilità della sentenza pronunciata nel giudizio risarcitorio in applicazione del principio della efficacia relativa del giudicato *ex art.*

²⁵ In proposito pur in mancanza di una definizione normativa di "*parte del processo*", deve ritenersi che il legislatore della novella, all'art. 9 comma 2°, abbia utilizzato tale espressione facendo riferimento al concetto di "*parte in senso processuale*" al quale la miglior dottrina (GARBAGNATI, *La sostituzione processuale*, Milano, 1942, 257) riconduce la posizione di colui che abbia proposto la domanda ovvero sia destinatario della stessa anche a seguito dell'intervento disposto dal giudice o, comunque, da quest'ultimo autorizzato su richiesta di una delle parti originarie; in senso favorevole alla chiamata in causa del medico v. anche PALADINI, *L'azione di rivalsa*, ecc., cit., 147, il quale ritiene che l'obbligo di comunicazione, in capo alla struttura sanitaria, previsto dall'art. 13 sia funzionale all'eventuale intervento volontario in causa del medico che, tuttavia, l'A. ritiene non consigliabile perché potrebbe stimolare sia la domanda risarcitoria da parte del danneggiato sia la rivalsa della struttura sanitaria; in senso favorevole alla domanda di rivalsa nel *simultaneus processus* risarcitorio, v. COREA, *I profili processuali della nuova legge*, ecc., cit..

2909 c.c., sia dalla impossibilità di far valere nei confronti del medico la transazione intervenuta con il danneggiato in quanto ch  anche tale divieto si armonizza con la regola, in materia di obbligazioni solidali, secondo la quale gli effetti della transazione conclusa da uno solo dei coobbligati in solido non si estendono agli altri condebitori che non hanno partecipato al negozio transattivo (art. 1304 c.c.)²⁶.

Deve perci  condividersi l'opinione di chi²⁷, dopo aver sottolineato il carattere esecutivo della condotta del medico (convenuto in via di rivalsa) rispetto all'obbligazione della struttura auspicava che il legislatore della novella, al fine di salvaguardare maggiormente il nosocomio consentisse a quest'ultimo di estendere pi  agevolmente al medico – in sede di rivalsa – le sorti del giudizio risarcitorio nonostante la mancata partecipazione dell'operatore a quel procedimento. E ci  introducendo un'attenuazione del principio della relativit  del giudicato derivante dal giudizio risarcitorio nonch  la limitazione delle eccezioni opponibili alle sole eccezioni personali spettanti al condebitore estraneo alla condanna risarcitoria.

Deve, per , prendersi atto che ci  non   accaduto, ma che, anzi, dalla nuova disciplina traspaia inequivocabilmente l'intento di voler ridurre ulteriormente le prospettive di un riequilibrio interno nell'assetto degli interessi tra la struttura ed il medico suo ausiliario quando quest'ultimo non abbia partecipato al giudizio risarcitorio. Il richiamo, talvolta sovrabbondante, al mantenimento dei principi generali, senza l'innesto di deroghe dettate dalla specialit  delle categorie dei destinatari della novella, offre un quadro del giudizio di rivalsa che, ogniqualvolta il medico non abbia partecipato al precedente giudizio risarcitorio, si contraddistingue per la sua completa autonomia rispetto a quel

²⁶ Il carattere sovrabbondante, perch  gi  previsto dall'art. 2909 c.c., della previsione dell'inopponibilit  del giudicato del giudizio risarcitorio cos  come la superfluit  della disposizione che impedisce di far valere la transazione (intervenuta tra la struttura sanitaria ed il danneggiato) nei confronti del medico in quanto applicazione del principio di cui all'art. 1304 c.c. trova la dottrina pressoch  unanimemente concorde: si vedano in proposito gli AA. citati alle precedenti note (23) e (24).

²⁷ Cos  D'ADDA, *Solidariet  e rivalse*, ecc., cit., 776, nota (32), il quale osserva << ... sicch  si potrebbe anche dubitare dell'inopponibilit  al medico di una pronuncia che ha avuto ad oggetto proprio l'accertamento della difettosa esecuzione della sua prestazione, con conseguente condanna ex art. 1228, quindi per un fatto riconducibile esattamente alla condotta del medico ausiliario >>.

procedimento e dove il giudice sarà libero di rivalutare *ex novo* la vicenda risarcitoria, senza l'incidenza, neppure indiretta, delle risultanze acquisite in precedenza pur se inerenti alla medesima fattispecie. Ciò non può far altro che ridurre ulteriormente le prospettive di rivalsa della struttura sanitaria la quale, infatti, oltre ad incontrare le già esaminate limitazioni ai fini della proposizione dell'azione, non potrà utilizzare gli elementi a sé favorevoli emersi nel giudizio risarcitorio del quale il medesimo nosocomio ha già sopportato in via esclusiva tutti gli oneri.

3.5 La misura della rivalsa

In relazione alla misura della rivalsa, invece, la disciplina contenuta nei commi 5° e 6° dell'art. 9 rivela la sua evidente impronta di specialità non soltanto per quanto attiene al tetto massimo del risarcimento, ma anche a proposito dei presupposti soggettivi e oggettivi necessari per poter beneficiare di tale sbarramento quantitativo²⁸.

Dalle disposizioni in questione traspare, ancora una volta, l'intento di privilegiare, pur se escludendo i casi di dolo e le ipotesi di attività medica esercitata sotto forma di libera professione, la categoria dell' esercente il quale, oltre a trovare riparo dalla rivalsa attraverso i numerosi filtri che incontra l'esperibilità dell'azione, potrà altresì beneficiare di un limite massimo al risarcimento del danno al quale egli sarà tenuto in caso di accoglimento della domanda.

Una delle questioni più dibattute attiene all'esclusione dei medici liberi professionisti dal beneficio dei limiti risarcitori introdotti dalla novella. In proposito si osserva che, pur trattandosi di un privilegio quantomeno discutibile, specialmente se parametrato alle ipotesi di lavori realizzati in *equipe* in cui la ripartizione tra più soggetti del complessivo ammontare del risarcimento alleggerisce ulteriormente la posizione del singolo sanitario, l'esclusione del libero professionista dal

²⁸ In proposito deve constatarsi che il legislatore della novella ha voluto introdurre, anche per la misura della rivalsa, una serie di deroghe ai principi generali dettate dal regime di specialità della nuova disciplina sempre con il proposito di attenuare, in relazione alla posizione del medico, le conseguenze sfavorevoli della fase risarcitoria. Di contro, il medesimo legislatore ha evidentemente preferito allinearsi ai principi generali confermandone, anche in termini – talvolta – sovrabbondanti, l'applicazione ogniquale la struttura sanitaria possa trarre un qualche vantaggio dalla deroga.

trattamento in questione rivela, comunque, un'ingiustificata disparità a suo danno²⁹.

Così come il legislatore della novella ha espressamente ricondotto, ai sensi del comma 2° dell'art. 7, le prestazioni sanitarie svolte in regime di libera professione all'attività per la quale la struttura sanitaria risponde *ex artt.* 1218 e 1228 c.c., allo stesso modo la disciplina speciale avrebbe dovuto coerentemente estendere i benefici inerenti la misura della rivalsa anche al libero professionista di cui la struttura si avvale.

Venendo infine ai criteri inerenti la ripartizione del risarcimento del danno nel rapporto interno tra la struttura sanitaria e il medico destinatario dell'azione di rivalsa, non può che condividersi l'impostazione, seguita dalla dottrina prevalente³⁰, che richiama il criterio della gravità della colpa di cui all'art. 2055 c.c. In proposito è opportuno rilevare, tuttavia, che tale disposizione, pur collocata nella disciplina generale dedicata all'illecito civile, deve applicarsi tenendo conto della sua portata generale riferibile a qualunque obbligazione risarcitoria prescindendo, quindi, dalla natura del rapporto interno intercorrente tra i coobbligati. Ne consegue, pertanto, che il criterio della gravità della colpa da utilizzare nella fattispecie in esame non sarà idoneo a dubitare della natura contrattuale della responsabilità del medico preposto nei confronti della struttura sanitaria alla quale è riconducibile il suo operato.

4. *Il fondo di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria*

Tra le tutele in favore del danneggiato riconducibili alla polizza assicurativa obbligatoria prevista dall'art. 10, commi 1° e 3° della novella del 2017 deve necessariamente ricomprendersi anche il Fondo

²⁹ Ne consegue che per il libero professionista sarà applicabile il generale criterio di cui all'art. 2055 c.c., senza tener conto dei limiti risarcitori di cui all'art. 9, comma 6°, non potendosi ipotizzare, come rileva esattamente D'ADDA (*op. ult. cit.*, 778), un'ordinaria azione di risarcimento del danno su impulso della struttura sanitaria.

³⁰ Così, ancora, D'ADDA, *Ausiliari, responsabilità solidale e "rivalsa"*, *cit.*, 377; PARTENZA, *op. ult. cit.*, 525; in argomento, più in generale, si rimanda a ORLANDI, *La responsabilità solidale*, *ecc.*, *cit.*, 150; riaffiora, quindi, anche in sede di ripartizione del *quantum* del risarcimento tra i coobbligati, l'importanza del concetto di gravità della colpa; sul carattere neutrale del titolo di ciascuno dei coobbligati ai fini della solidarietà risarcitoria, si vedano le precedenti note (19) e (20).

di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria³¹.

La sua disciplina, contenuta nell'art. 14, prevede che il Fondo sia alimentato dal versamento di un contributo annuale dovuto dalle imprese di assicurazione per i danni derivanti da responsabilità sanitaria, mentre la gestione delle risorse del Fondo di garanzia viene affidata alla Concessionaria dei servizi assicurativi pubblici (CONSAP spa) da disciplinarsi attraverso un'apposita convenzione con il Ministero della salute.

4.1 *La funzione e la struttura*

L'espressa previsione di un obbligo di assicurazione (art. 10) e di un Fondo di garanzia (art. 14) non può che indurre a ricercare la funzione e i caratteri del Fondo introdotto dalla l. n. 4/2017 nelle analoghe figure del Fondo di garanzia per le vittime della strada e per le vittime della caccia previste, rispettivamente, dagli artt. 285 e 303 del cod. ass.

In ordine alla funzione del Fondo di garanzia introdotto dalla novella del 2017, deve ritenersi, quindi, così come per il Fondo di garanzia per le vittime della strada e per quello per le vittime della caccia, che si tratti di una forma di garanzia integrativa posta a carico della collettività e finalizzata a risarcire, in ragione di un principio di solidarietà sociale, categorie di terzi danneggiati altrimenti non indennizzabili³².

La previsione del regolamento da emanarsi con decreto del MISE di

³¹ In generale sul Fondo di garanzia previsto dall'art. 14 della novella 24/2017 si vedano ROSSI, *Fondo di garanzia per i danni derivanti da attività sanitaria*, in AA. VV., *La nuova responsabilità civile sanitaria*, cit., 680 ss.; MEOLI, *Fondo di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria. Commentario alla legge 8 marzo 2018*, n. 24, cit., 261 ss.; TROILI, *Fondo di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria*, in AA. VV., *La responsabilità sanitaria*, a cura di Alpa, cit., 481 e ss.; CHESSA, *Il fondo di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria dopo la "legge Gelli"*, in *Corr. giur.*, 2017, 759 ss.

³² Così CHESSA, *Il fondo di garanzia*, ecc., cit., 759; ID. *Sub art. 302 cod. ass.*, in *Codice commentato dei contratti*, a cura di ALPA e MARICONDA, Torino, 2017, 3392; a proposito della riconducibilità della disciplina del Fondo di garanzia per i danni da responsabilità sanitaria a quella prevista per il Fondo di garanzia per le vittime della strada e per il Fondo di garanzia per le vittime della caccia; COPPOLA, *il nuovo sistema della responsabilità, civile sanitaria*, ecc., 1473; in argomento cfr. altresì CAVALLO BORGIA, *Le garanzie integrative, Responsabilità e assicurazioni*, a cura di Cavallo Borgia, Milano, 2007, 323; PONGELLI, *I sistemi di indennizzo*, ne *Il nuovo Codice delle assicurazioni*, a cura di Candian e Carriero, Napoli, 2007, 1160.

concerto con il MISA ed il MEF, che secondo il disegno di legge “Gelli” avrebbe dovuto istituire il Fondo, è rimasta nella novella del 2017 soltanto come criterio per determinare una serie di elementi espressamente previsti dal 2° comma dell’art. 14. Si tratta, in particolare, della misura del contributo dovuto dalle imprese autorizzate all’esercizio delle assicurazioni per la responsabilità civile per i danni causati da responsabilità sanitaria; delle modalità di versamento del medesimo contributo; dei principi cui dovrà uniformarsi la convenzione tra il Ministero della salute e la Consap spa e, infine, delle modalità del regresso del Fondo di garanzia nei confronti del responsabile del sinistro.

In attesa del decreto del MISE introduttivo del regolamento, deve ritenersi che, analogamente a quanto accade per i Fondi di garanzia per le vittime della strada e della caccia, per quanto attiene al funzionamento del Fondo il MISE sottoporrà alla vigilanza, e non già a suo controllo, il Fondo di garanzia che verrà amministrato dalla Consap.

E ciò dovrà verosimilmente realizzarsi con l’ausilio di un comitato, con funzione consultiva, composto da rappresentanti del MISE, delle imprese assicuratrici e degli esercenti la professione sanitaria³³. Tale organismo che, auspicabilmente, in linea con quanto accade per il funzionamento degli altri due Fondi di garanzia appena ricordati, svolgerà una funzione operativa ma consultiva rispetto alle decisioni della Consap, sarà deputato alla predisposizione del rendiconto di gestione del Fondo. Il documento definitivo dovrà, quindi, ricevere l’approvazione della Consap che provvederà poi – così come già prevede espressamente l’art. 14, comma 5° della novella, a trasmetterlo annualmente al MISE, accompagnandolo con una propria relazione illustrativa.

In relazione al patrimonio del Fondo di garanzia, invece, il contributo delle imprese assicuratrici dovrà commisurarsi in misura percentuale al premio percepito per ciascun contratto di assicurazione che sarà stipulato. Il MISE, con d.m. 28 aprile 2008, n. 98, ha

³³ Per il funzionamento del Fondo di garanzia per le vittime della caccia, v. MULAS, *Sistema di indennizzo dei danni derivanti dall’esercizio dell’attività venatoria*, nel *Commentario al c.d. delle assicurazioni*, a cura di Bin, Padova, 2006, 806 e ss; a proposito delle riconducibilità del funzionamento del Fondo di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria al Fondo di garanzia per le vittime della strada, cfr. ONNIS CUGIA, *Responsabilità civile del medico, etc.*, cit., p. 1774.

individuato la misura del contributo nel 5% del premio dei contratti di assicurazione per il Fondo per le vittime della caccia, mentre l'art. 285 cod. ass. prevede un massimo del 4% dei premi assicurativi da destinarsi al Fondo per le vittime della strada.

È pertanto auspicabile che, in occasione dell'emanazione del regolamento di attuazione, destinato a definire anche la misura del contributo dovuto dalle imprese assicuratrici per alimentare il patrimonio di questo Fondo di garanzia, il legislatore intervenga anche sull'analogo apporto al Fondo di garanzia per le vittime della caccia e a quello delle vittime della strada al fine di individuare un'unica misura percentuale di contribuzione in favore di ciascuno dei tre Fondi. Soltanto così potrà allontanarsi il pericolo di una sperequazione di trattamento che è stata già evidenziata da una parte della dottrina³⁴.

4.2 *L'operatività del Fondo*

Come per gli altri due Fondi di garanzia, disciplinati dal Codice delle Assicurazioni ci troviamo in presenza di fattispecie tassative³⁵. Nella novella del 2017, ad esclusione del danno di importo eccedente il massimale previsto dal contratto di assicurazione (comma 7°, lett. a) dell'art. 14), le ipotesi di cui alle successive lettere b) e c) sono analoghe, ma non esattamente coincidenti, rispetto a quelle previste per il Fondo delle vittime della strada (art. 283 comma 1° cod. ass.) e per il Fondo delle vittime della caccia (art. 302 comma 1° cod. ass.). Se, infatti, il caso in cui l'esercente l'attività ovvero la struttura sanitaria siano assicurati presso un'impresa che al momento del sinistro si trova in stato di insolvenza o sia sottoposta a liquidazione coatta amministrativa (lettera b) rispecchia esattamente le ipotesi corrispondenti previste per il Fondo per le vittime della caccia (art. 283,

³⁴ La diversa percentuale di contribuzione posta dal D.M. 98/2008 a carico del Fondo per le vittime della caccia rispetto a quella prevista per il Fondo delle vittime della strada ha indotto un parte della dottrina (PANARELLI, *I sistemi di indennizzo, Il nuovo codice delle assicurazioni*, a cura di Amoroso e Desiderio, Milano, 2006, 528) a ravvisare una forte instabilità economica in cui versa il Fondo di garanzia per le vittime della caccia.

³⁵ Cfr., sul punto, CHESSA, *Il fondo di garanzia*, ecc., cit., 761; ID. *Sub art. 302 cod. ass.*, 3393, cit., il quale analizza parallelamente le ipotesi di operatività del Fondo di garanzia per le vittime della caccia e quelle del Fondo per le vittime della strada.

lett. C, cod. ass.) e per il Fondo di garanzia per le vittime della strada (art. 302, lett. c, cod. ass.)³⁶, per quanto attiene, invece, al caso in cui la polizza assicurativa non sussista la previsione di cui alla lettera c) dell'art. 14, comma 7°, della novella è più restrittiva rispetto alle corrispondenti previsioni in favore delle vittime della caccia e della strada. In ambito sanitario, infatti, il danneggiato potrà invocare l'intervento del Fondo di garanzia non già ogniqualvolta il contratto di assicurazione non sussista, ma soltanto se l'inesistenza della polizza assicurativa dell'esercente la professione sanitaria derivi dal recesso unilaterale dell'impresa di assicurazione ovvero dalla sua cancellazione dall'albo. Tale limitazione dell'ambito di operatività del Fondo si rivela poco coerente con le ipotesi corrispondenti previste per le vittime della caccia (art. 302, comma 1°, lett. b), cod. ass.) e per le vittime della strada (art. 283, comma 1°, lett. b), cod. ass.) là dove, in presenza di un analogo obbligo assicurativo, si prevede – come è noto – che il Fondo di garanzia intervenga ogniqualvolta il responsabile del sinistro sia privo di copertura assicurativa.

L'operatività del fondo ridotta alle sole ipotesi in cui la polizza non sussista a causa del recesso dell'assicuratore o per la sua cancellazione dall'albo e non anche a tutti gli altri casi di mancanza del contratto di assicurazione, non trova, a dire il vero, una plausibile giustificazione, soprattutto se rapportata alle corrispondenti ipotesi di intervento degli altri due Fondi di garanzia disciplinati dal Codice delle assicurazioni. Analogamente a quanto accade per la determinazione della misura di contribuzione al patrimonio del Fondo, infatti, si ravvisa anche in questo caso un'ingiustificata disparità di trattamento rispetto agli altri Fondi di garanzia che si traduce nell'accollo del rischio, in capo al danneggiato, di non poter far valere l'operatività del Fondo se l'inesistenza della polizza dipende da cause diverse dal recesso

³⁶ È opportuno ricordare che la previsione di cui alla lett. b) dell'art. 14 della novella ha origine, così come i corrispondenti artt. 283 lett. c) e 302 lett. c) cod. ass., dalle statuizioni della Corte Cost. che con sentenza n. 470/2000 ha dichiarato la parziale illegittimità costituzionale dell'art. 25 della l. quadro 157/1992 (istitutiva dell'attività venatoria) per violazione dell'art. 3 Cost. nel punto in cui si escludeva l'intervento del Fondo di garanzia qualora l'impresa di assicurazione operante nel territorio della Repubblica fosse sottoposta ad una procedura concorsuale; sull'operatività del Fondo v. MEOLI, *Fondo di garanzia per i danni derivanti da responsabilità sanitaria*, cit., 271 e ss.

dell'assicurazione ovvero dalla sua cancellazione dall'albo³⁷.

4.3 *Il rapporto con il responsabile del sinistro*

In attesa dell'emanazione del Regolamento ministeriale ai sensi dell'art. 14, comma 2, lett. d) della novella, deve ritenersi che sussista un diritto di regresso per le ipotesi di risarcimento in caso di superamento del massimale o di mancanza del contratto di assicurazione e che il diritto di regresso operi anche qualora il risarcimento venga corrisposto dal Fondo in via transattiva. Una simile lettura della norma si rivela, infatti, quella maggiormente coincidente con quanto già espressamente previsto dalle corrispondenti disposizioni dell'art. 292 cod. ass. per il Fondo di garanzia per le vittime della strada e dell'art. 304 cod. ass. per i danni cagionati dall'attività venatoria dalle quali emerge con chiarezza la *ratio legis* di estendere i diritti spettanti al Fondo di garanzia dopo il suo intervento in favore del danneggiato.

Nell'ipotesi di intervento a seguito di insolvenza o liquidazione coatta dell'impresa assicuratrice, invece, lo strumento a beneficio del Fondo dovrà qualificarsi come surrogazione legale ai sensi dell'art. 1203 c.c., così come ritiene una parte della dottrina³⁸ a proposito del Fondo per le vittime della strada. Suscita, invece, qualche perplessità l'interpretazione del medesimo Autore che qualifica la situazione giuridica in questione, di cui il Fondo è titolare, non già come diritto soggettivo, ma come dovere in ragione della natura eminentemente pubblicistica del Fondo medesimo. La collocazione della fattispecie nella categoria privatistica della surrogazione non può che generare, infatti, un diritto soggettivo il cui esercizio, contrariamente a quanto accadrebbe se essa fosse ricondotta al dovere, consente al Fondo di garanzia di portare a termine la propria funzione sociale di ottenere il risarcimento del danno dall'autore dell'illecito.

Infine, sempre ragionando nell'ottica di una surrogazione legale, il Fondo potrà surrogarsi nei diritti del danneggiato verso l'impresa in stato di liquidazione coatta amministrativa beneficiando del trattamento privilegiato dei crediti di assicurazione ai sensi dell'art. 258, comma 4°,

³⁷ Così CORRIAS, *I profili di rilievo assicurativo della legge Gelli – Bianco*, in *Riv. dir. priv.*, cit., 233; in argomento cfr. altresì ROSSI, *Fondo di garanzia per i danni derivanti da attività sanitaria*, cit., 680.

³⁸ Così PONGELLI, *I sistemi di indennizzo*, cit., 1163.

lett. a) cod. ass.³⁹ in linea con quanto prevede l'art. 283, comma 5, cod. ass. per l'ipotesi corrispondente dedicata al Fondo delle vittime della strada.

³⁹ A proposito della distinzione tra surroga e regresso del Fondo per le vittime della caccia, v. CHESSA, *Sub art. 304 cod. ass., cit.*, 3395; per la surroga legale si rimanda a CARPINO, *Del pagamento con surrogazione*, Art. 1201-1205, nel *Comm.*, Scialoja – Branca, Bologna-Roma, 1988, 64, ss; per il collegamento tra le due disposizioni del cod. ass. citate nel testo, si vedano DESIDERIO, *Le procedure commissariali di governo delle crisi assicurative*, in *Nuovo Codice delle Assicurazioni*, a cura di Amorosino e Desiderio, Milano, 2006, 482; PANARELLI, *I sistemi di indennizzo*, *ivi*, 530.

Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari

SOMMARIO: 1. Dal contante alle monete alternative: il ruolo essenziale dell'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del mezzo di pagamento legalmente vincolante. – 2. Le valute virtuali: aspetti tecnologici, inquadramento concettuale e opzioni regolamentari. – 3. Le monete complementari: caratteristiche e punti di contatto con le attività riservate. – 4. Criptovalute, *FinTech* e attività finanziarie tradizionali: spunti per un modello di regolazione comune.

1. Il denaro, secondo Marx, è innanzi tutto il termine medio (la misura di valore) nel processo di circolazione merce-denaro-merce. In quanto oggetto del processo di tesaurizzazione (ossia riserva di valore) e mezzo di pagamento, il denaro assume però anche un'autonomia al di fuori della circolazione¹: il denaro «si vede restituito il suo splendore aureo. Da servo diventa padrone. Da semplice manovale diventa il dio delle merci»².

Inizialmente il valore della moneta dipendeva dalla quantità di metallo pregiato (oro, argento) in esso contenuta. Con la caduta del regime di Bretton Woods e l'abbandono da parte del dollaro del regime di parità aurea, si è affermata la “moneta segno”, priva di valore intrinseco.

Da tempo è stata poi abbandonata l'idea che il concetto di moneta legale ricomprenda la sola moneta contante, ossia le banconote e le monete metalliche³.

Fin dalla metà degli anni settanta la dottrina⁴ ha suggerito che poteva considerarsi mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, ai

¹ Per un'analisi del pensiero di Marx si veda, tra gli altri, M. MESSORI, *Teoria del valore senza merce-denaro? Considerazioni preliminari sull'analisi monetaria di Marx*, in *Quaderni di storia dell'economia politica*, vol. 2, n- 1-2, 1984, p. 185 s.

² K. MARX, *Per la critica dell'economia politica*, 1859, p. 105.

³ In dottrina v. T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1959, p. 70.

⁴ Ci riferiamo agli studi di F. GIORGIANNI, *I crediti disponibili*, Milano 1974 e G.F. CAMPOBASSO, *Bancogiro e moneta scritturale*, Bari, 1979 nonché, successivamente, tra gli altri, a quelli di B. INZITARI, *La moneta*, in *Trattato Galgano*, vol. VI, Padova, 1983; V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, Milano, 1992; A. SCIARRONE

sensi dell'art. 1277 c.c., anche la moneta bancaria (o scritturale che dir si voglia), vale a dire gli assegni, bancari e circolari, e gli ordini di accreditamento su conto corrente (i bonifici, in primo luogo).

Quasi trent'anni più tardi anche la giurisprudenza è approdata alla conclusione secondo la quale ai fini dell'estinzione dell'obbligazione pecuniaria «risultano ammissibili altri sistemi di pagamento, purché garantiscano al creditore il medesimo effetto del pagamento per contanti e, cioè, forniscano la disponibilità della somma voluta»⁵. Secondo tale lettura evolutiva dell'art. 1277 c.c., nella sentenza citata la Corte di Cassazione riconosce che tale disponibilità può senz'altro dirsi costituita dall'assegno circolare, in ragione della preconstituzione della provvista e dell'intermediazione di una banca. D'altra parte, a carico del debitore rimane il “rischio di convertibilità”, ossia «l'eventualità che per qualsiasi ragione la banca non sia in grado di assicurare la conversione dell'assegno in moneta legale». Insomma, il debitore «si libera solo con il buon fine dell'operazione». Successivamente, la Corte di Cassazione ha altresì precisato che anche il pagamento con assegno bancario non può essere rifiutato dal creditore, salvo che «il rifiuto sia sorretto anche da un “giustificato motivo”, che il creditore deve “allegare ed all'occorrenza anche provare”»⁶.

La moneta bancaria è, quindi, moneta “alternativa” a quella legale, in quanto consente di trasferire una disponibilità di denaro dal debitore al creditore con effetti analoghi dal punto di vista giuridico.

I primi anni duemila vedono esplodere l'innovazione tecnologica anche nel settore dei servizi di pagamento. Essa si concretizza, in primo luogo, con una crescente “virtualizzazione” dei mezzi di pagamento, della moneta.

ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, 1997; L. FARENGA, *La moneta bancaria*, Milano, 1997.

⁵ Cfr., in particolare, Cass. S.U., 18 dicembre 2007, n. 26617, con nota di G. LEMME, *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 5, 2008, p. 553 ss.

⁶ Cass. S.U. 4 giugno 2010, n. 13658. Conforme Cass. civ. 30 settembre 2014, n. 20643, secondo la quale il rifiuto del creditore di accettare in pagamento un assegno bancario può trovare giustificazione nell'incertezza circa la provenienza dei titoli e nella difficoltà di verificarne la copertura.

È il momento della nascita, in senso giuridico, della moneta elettronica⁷. Ciò avviene nel contesto europeo, con l’emanazione della direttiva 2000/46/CE del 18 settembre 2000, ove la si definisce come un «surrogato elettronico» di monete metalliche e banconote, memorizzate su un dispositivo elettronico, sia esso una carta a microprocessore o una memoria di computer⁸.

La moneta elettronica è dunque un altro mezzo alternativo di pagamento rispetto alla moneta legale, caratterizzato dall’idoneità ad essere accettato da soggetti diversi dall’emittente, rappresentato da una banca o un istituto di moneta elettronica⁹.

La dematerializzazione della moneta, o meglio l’incorporazione della moneta in *bit*, trova piena cittadinanza nell’ordinamento italiano ed europeo, muovendosi sul solco della tradizionale moneta scritturale. Al di là dei profili tecnologici, infatti, la moneta elettronica rappresenta pur sempre un credito nei confronti di una banca o di un diverso istituto finanziario, l’IMEL, comunque provvisto di un’autorizzazione amministrativa per l’esercizio della propria attività e vigilato secondo criteri calibrati su quelli stabiliti per le banche.

⁷ Sulla moneta elettronica v. tra gli altri, G. GUERRIERI, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015; G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003; W. NEGRINI, *Commento al Titolo V-bis*, in F. BELLÌ et al., *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993*, Bologna, 2003, p. 1887 ss.; V. TROIANO, *Gli istituti di moneta elettronica*, in Banca d’Italia, Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, n. 53, Roma, 2001.

⁸ Così il considerando 3 della direttiva 2000/46/CE del 18 settembre 2000, riguardante l’avvio, l’esercizio e la vigilanza prudenziale dell’attività degli istituti di moneta elettronica. Il successivo art. 1, par. 3, lett. b) definisce più precisamente la moneta elettronica come «un valore monetario rappresentato da un credito nei confronti dell’emittente che sia: i) memorizzato su un dispositivo elettronico; ii) emesso dietro ricezione di fondi il cui valore non sia inferiore al valore monetario emesso; iii) accettato come mezzo di pagamento da imprese diverse dall’emittente». La predetta direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento con l’art. 55 della legge 1° marzo 2002, n. 39, comunemente nota come “legge comunitaria 2001”. La disciplina degli istituti di moneta elettronica (IMEL) è collocata nel d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (di seguito “TUB” o “testo unico bancario”), ove viene introdotto il titolo V-bis, intitolato, per l’appunto, «Istituti di moneta elettronica» (artt. 114-bis – 114-quinquies), nonché modificati gli artt. 1, 11, 96-bis, e 133 ed aggiunti gli artt. 131-bis e 132-bis.

⁹ Si è parlato altresì (M. ONZA, *Gli strumenti di pagamento nel contesto dei pagamenti on line*, in *Dir. Banc.*, n. 4, 2017, p. 700) di «res elettronica qualificata ad emissione riservata».

Al legislatore non sfugge dunque l'importanza di preservare la stabilità di soggetti che partecipano alla funzione monetaria, emettendo moneta alternativa a quella legale. È infatti la moneta, scritturale od elettronica che sia, a costituire un valore, una merce peculiare e sensibile in sé, pur quando, come nel caso degli IMEL, non è connessa all'esercizio del credito¹⁰.

In quest'ottica ogni tipo di moneta alternativa è pur sempre ricondotta ad un sistema dei pagamenti normativamente individuato, in un rapporto necessario tra moneta e regolamentazione¹¹.

Con la moneta elettronica (e con quella scritturale) è infatti in gioco una (delicata) questione, ossia la fiducia del sistema nella moneta che l'emittente è in grado di creare e mettere in circolazione. La crisi di tale emittente coglierebbe il pubblico nel punto più debole, delegittimando la merce di scambio per eccellenza (la moneta, appunto), scatenando il panico, generando sfiducia a catena e rendendo impossibili le transazioni commerciali¹².

È opinione tradizionale, quindi, che ragioni prudenziali rendano opportuno limitare l'emissione di moneta alternativa a soggetti previamente autorizzati in via amministrativa e soggetti a vigilanza con riferimento ai rischi operativi e finanziari ai quali essi sono esposti.

2. La virtualizzazione dei mezzi di pagamento ha favorito, per altro verso, la nascita di valute virtuali e valute complementari, sviluppatesi a tutt'oggi in un contesto deregolamentato.

Le valute virtuali, tra le quali spicca per notorietà e diffusione il *bitcoin*, si distinguono dalla moneta scritturale o elettronica in quanto non rappresentano semplicemente un mezzo di pagamento alternativo, pur sempre regolato in una moneta statale (nel nostro Paese, l'euro), ma si presentano come una moneta a sé stante non statale, accettata in via

¹⁰ Sul punto si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *Gli intermediari finanziari nel testo unico bancario*, Pisa, 2006, p. 195. Ai sensi dell'art. 1, par. 5, lett. a) della direttiva 2000/46/CE, gli istituti di moneta elettronica non possono concedere qualsiasi forma di credito.

¹¹ Così G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, n. 11, 2016, p. 2.

¹² G.L. GRECO, *Gli intermediari*, cit., p. 196.

convenzionale dagli operatori per eseguire pagamenti e, secondariamente, per finalità speculative¹³.

La moneta elettronica e quella scritturale sono strumenti di pagamento alternativi, per cui 100 euro memorizzati su di una carta prepagata valgono sempre 100 euro e possono essere oggetto di rimborso, in ogni momento, per 100 euro di moneta contante¹⁴.

Le valute virtuali, quali i *bitcoin*, non sono rimborsabili alla stessa stregua, perché non sono mere rappresentazioni digitali alternative di valuta legale¹⁵, pur potendo essere scambiate facendo riferimento ad una o più valute legali¹⁶. In pratica, la crescente diffusione di tali valute ha infatti visto il sorgere di veri e propri mercati di cambio con altre valute nazionali, ove si riscontrano frequentemente fortissime oscillazioni di prezzo, caratteristiche di strumenti finanziari speculativi piuttosto che di valute.

Tanto la creazione della valuta virtuale quanto la sua funzionalità come mezzo di pagamento non vedono la partecipazione di terze parti in funzione di garanzia (Stati, banche centrali, *clearing house*): gli emittenti sono soggetti privati, sostanzialmente anonimi¹⁷, per cui

¹³ È stato precisato (BANCA D'ITALIA, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017, pp. 30-31) che le valute virtuali possono essere di due tipi: a) convertibile o aperta: può essere scambiata con moneta avente corso legale, con un tasso di cambio generalmente stabilito tramite una quotazione che avviene in tempo reale su piattaforme dedicate; b) non convertibile o chiusa: concepita per l'utilizzo in uno specifico ambito o dominio virtuale, non può essere convertita in moneta legale. Nel prosieguo del paragrafo ci si riferirà fondamentalmente alle valute virtuali convertibili o aperte.

¹⁴ Così anche M. ONZA, *ibidem*, secondo il quale la moneta elettronica è comunque giuridicamente connessa al numerario, essendo attribuito al suo detentore un diritto di credito e di rimborso nei confronti dell'emittente pari, in ogni momento, al valore nominale.

¹⁵ N. MANCINI, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca, impresa, società*, a. XXXV, 2016, n. 1, p. 127.

¹⁶ La compravendita di *bitcoin* avviene tramite piattaforme multilaterali di scambio denominate *exchange*, che consentono anche di trasformare la valuta virtuale in moneta avente corso legale, vuoi mediante accredito in conto corrente del controvalore, vuoi facilitando contatti personali e trattative private tra utenti, con regolamento anche in contante al di fuori di qualsiasi schema di garanzia apprestato dall'*exchange*.

¹⁷ Si afferma altresì che nei sistemi a tecnologia di registro distribuito (c.d. *distributed ledger technology*, "DLT"), come quello in uso sul network *Bitcoin* (oggi

l'affidabilità della valuta fa leva sulla tecnologia associata al funzionamento del *network*¹⁸.

Ciò posto, lo sviluppo del fenomeno ha negli ultimi anni progressivamente attratto l'attenzione dei legislatori e delle autorità di vigilanza¹⁹.

detentore di una quota di mercato pari quasi del 90% rispetto a tutte le valute virtuali basate sulla DLT), non possa neanche parlarsi di un emittente di valuta virtuale in senso proprio.

¹⁸ In estrema sintesi, il *bitcoin* non è altro che un file che mantiene dei dati riguardanti dei conti digitali (detto *ledger* o libro contabile). Una copia di questo file, ovvero di questo *ledger*, viene mantenuta in ogni computer del network *Bitcoin*. Per trasferire i *bitcoin* l'ordinante inserisce un messaggio nel network *Bitcoin*, che viene copiato da ogni nodo nel proprio *ledger* e inviato agli altri nodi. Ogni transazione è firmata digitalmente dall'ordinante. La validità della transazione non è effettuata da un soggetto centrale ma deriva da un riscontro delle precedenti transazioni, tramite il portafoglio digitale o *e-wallet*, in modo tale da verificare se l'ordinante ha la proprietà di una quantità di *bitcoin* sufficienti ad eseguire la transazione richiesta.

¹⁹ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 – valute virtuali*, Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie, sezione II – Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 1/2015; BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali*, Roma, 30 gennaio 2015; BANCA D'ITALIA, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, Roma, 19 marzo 2018. Sull'argomento si è espressa infine l'AGENZIA DELLE ENTRATE che, con la risoluzione n. 72/E del 2 settembre 2016, ha chiarito il trattamento fiscale, sia ai fini dell'Iva sia ai fini delle imposte dirette (Ires e Irap), applicabile alle operazioni di acquisto e di cessione di moneta virtuale da parte di una società che svolge un'attività di servizi relativi ai *bitcoin*, ma che si rende applicabile anche a società che svolgono tali attività relativamente ad altre monete virtuali. In ambito comunitario si rinvia a EUROPEAN CENTRAL BANK, *Virtual currency schemes*, 2012; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion on virtual currency*, EBA/OP/2014/08, 4 luglio 2014; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Avvertenza per i consumatori sulle monete virtuali*, WRG/2013/01, 2013; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *The EBA's fintech roadmap. Conclusions from the consultation on the EBA's approach to financial technology (fintech)*, 15 marzo 2018; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Digital currencies*, 2015; BANK OF ENGLAND, *The Economics of digital currencies*, 2014; EUROPEAN COMMISSION, *Can BitCoin Become a Global Currency?*, 2015; EUROPEAN COMMISSION, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the assessment of the risks of money laundering and terrorist financing affecting the internal market and relating to cross-border activities*, COM(2017)340 final, 26 giugno 2017; EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, Comunicazione COM(2018) 109/2 dell'8 marzo 2018; GAFI, *Guidance for a risk-based approach money or value transfer services*, febbraio 2016; ESMA, *Call for*

La crescente diffusione del fenomeno ha infatti impatti giuridici, in primo luogo, su profili civilistici, in parte già indagati dalla letteratura²⁰, quali quelli connessi all'adempimento delle obbligazioni pecuniarie che avvenga mediante tali schemi valutari²¹: è opinione comune, al

evidence Investment using virtual currency or distributed ledger technology, 2015; EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Bitcoin Market, economics and regulation*, 2014; OCSE, *The Bitcoin Question – currency versus trust-less transfer technology*; F.M.I., *Virtual Currencies and Beyond*, 2016; EUROPEAN PARLIAMENT COMMITTEE AND ECONOMIC AFFAIRS, *Public Hearing Virtual currencies*, 2016. Infine il fenomeno “bitcoin” è stato oggetto anche di una pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea del 22.10.2015, n. 264 (causa C-264/14), peraltro riguardante tematiche fiscali. Sul tema si consenta il rinvio, per maggiori approfondimenti, a G.L. GRECO – D.D. ABATE, *Riserve di attività versus piattaforme di gestione delle valute virtuali: il caso “Sardex”*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 4, supplemento, 2016, pp. 104-135, dal quale molto è stato attinto per la redazione dei paragrafi 2 e 3.

²⁰ Sul tema v. N. MANCINI, *Bitcoin*, cit., p. 111 ss.; R. SCALCIONE, *Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di valute virtuali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, giugno 2015, p. 139 ss.; R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, II, fasc. 1, 2017, p. 27 ss.; B. KELLY, *The Bitcoin Big Bang: How Alternative Currencies Are About To Change the World*, Hoboken, New Jersey, 2015; P. FRANCO, *Understanding Bitcoin: Cryptography, Engineering and Economics*, in *Wiley Finance Series*, Chichester, 2015; H. HALABURDA – M. SARVARY, *Beyond Bitcoin: the Economics of Digital Currencies*, New York, 2016; P. DE FILIPPI, *Bitcoin, Blockchain, and the future of the Internet*, CERSA/CNRS - Berkman Center at Harvard Law; A. BLUNDELL-WIGNALL, *The Bitcoin Question: currency versus trust-less transfer technology*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, 37/2014. Per un'analisi del fenomeno in questione si rinvia a C. SACCHETTO – F. MONTALCINI, *Diritto tributario telematico*, Torino, 2015; I.W. SCHIAROLI, *Dark web e bitcoin, la nuova era della rete*, 2013; F. VITA, *Senza banche. Bitcoin la moneta di internet*, cd. digitale, 2013; M. AMATO – L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin: Rischi e opportunità delle monete virtuali*, Università Bocconi, 2016; S. SCHECHNER, *Eu rules bitcoin is a currency, not a commodity virtually*, *The Wall Street Journal*, 2015 (<http://blogs.wsj.com/digits/2015/10/22/eu-rules-bitcoin-is-a-currency-not-a-commodity-virtually/>); A. LODI, *Le criptovalute*, in *Giust. Civ.*, 2014.

²¹ Per un'analisi degli impatti civilistici dell'operatività delle valute virtuali si veda anche I. CALAPRICE, *Gli acquisti online: contratto di commercio elettronico: modalità di conclusione, clausole vessatorie, diritto di recesso, pagamento dematerializzato: bonifico bancario, carta di credito, paypal, bitcoin, comparatori di prezzo, aste telematiche, risoluzione giudiziale e stragiudiziale delle controversie telematiche*, Milano, 2014; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un*

proposito, che la valuta virtuale non abbia efficacia solutoria legale, ma solo su base convenzionale, cioè laddove il beneficiario accetti la predetta valuta come mezzo di estinzione dell'obbligazione pecuniaria²²: manca quindi la qualificazione legale, da parte dell'autorità statale, quale mezzo di pagamento non rifiutabile dal creditore ed idoneo ad adempiere l'obbligazione pecuniaria liberando il debitore.

D'altro canto, la valuta virtuale assume rilievo anche sul piano regolamentare, con specifico riferimento alla possibile applicabilità della disciplina su sistemi di pagamento, raccolta del risparmio e servizi di investimento.

A livello normativo si è posto dapprima un problema di definizione della “valuta virtuale”.

La Banca d'Italia, riprendendo quanto affermato dall'Autorità Bancaria Europea²³, ha sottolineato che le valute virtuali (VV) sono «rappresentazioni digitali di valore non emesse da una banca centrale o da un'autorità pubblica. Esse non sono necessariamente collegate a una valuta avente corso legale, ma sono utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento e possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente. Le VV non sono moneta legale e non devono essere confuse con la moneta elettronica»²⁴.

problema?, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica (II)*, 3/2015, p. 415; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, in *Informatica Giuridica*⁴, 2015; N. VARDI, “*Criptovalute*” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica (II)*, 3/2015, p. 443.

²² Sul punto, da ultimo, anche M. ONZA, *op. cit.*, p. 701, secondo il quale il pagamento con *bitcoin* sarebbe da ricondurre ad «una *datio in solutum* tra aderenti ad un contratto plurilaterale normativo». Altra dottrina (A. FERRARI - E. GUALANDRI - A. LANDI - P. VEZZANI, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, Torino, 2016, *passim*) ha evidenziato che il *bitcoin* non può essere considerato una moneta completa né un genere monetario, difettando delle caratteristiche definitorie della moneta.

²³ EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Opinion*, cit., p. 11. L'EBA considera le valute virtuali come «rappresentazioni di valore digitali che non sono né emesse né da una banca centrale o da un ente pubblico né sono necessariamente legate a una valuta a corso legale, ma sono accettate da persone giuridiche e fisiche come mezzo di pagamento e possono essere trasferite, archiviate o scambiate elettronicamente».

²⁴ BANCA D'ITALIA, *Comunicazione*, cit., p. 15.

Tale definizione è stata ripresa dal legislatore italiano, in modo pressoché pedissequo, in occasione della recentissima riforma della disciplina antiriciclaggio ²⁵, al fine di estendere taluni dei relativi obblighi ai c.d. “prestatori di servizi relativi all’utilizzo di valuta virtuale”, ossia a coloro che forniscono a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all’utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale²⁶.

Nel 2015 la Banca d’Italia ha anche messo in luce alcuni elementi distintivi che caratterizzano la maggior parte delle valute virtuali esistenti: sono create da un emittente privato (nel caso delle cc.dd. valute centralizzate) o, in via diffusa, da utenti che utilizzano software altamente sofisticati (nel caso delle cc.dd. valute decentralizzate, come il *bitcoin*); non sono fisicamente detenute dall’utente, ma sono movimentate attraverso un conto personalizzato noto come “portafoglio elettronico” (c.d. *e-wallet*); sono scambiate in apposite piattaforme, che offrono il servizio di conversione delle valute virtuali in moneta legale; possono essere acquistate con moneta tradizionale su tali piattaforme ovvero ricevute online direttamente da qualcuno che le possiede, per poi essere detenute su un “portafoglio elettronico”; sono utilizzate dai titolari per effettuare acquisti presso esercizi commerciali o persone fisiche che accettano le valute virtuali, effettuare rimesse in favore di altri soggetti titolari di portafogli di valute virtuali, nonché riconvertirle in moneta legale. Inoltre, i titolari dei portafogli elettronici e i soggetti coinvolti nelle transazioni rimangono anonimi e le transazioni tramite le quali vengono trasferite sono tecnicamente irreversibili, nel senso che una volta fatta la transazione non è possibile chiederne l’annullamento²⁷.

Enunciate le principali caratteristiche delle valute virtuali attualmente sul mercato, la Banca d’Italia ha ritenuto opportuno

²⁵ All’art. 1, comma 2, lettera qq), del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, come modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, si definisce come valuta virtuale «la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un’autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente»

²⁶ Cfr. art. 1, comma 2, lettera ff), del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, come modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90.

²⁷ BANCA D’ITALIA, *Avvertenza*, cit., p. 1 s.

informare gli operatori dei rischi che tale tipo di attività può comportare²⁸. In particolare, riprendendo il parere dell'EBA del 2014 sulle valute virtuali²⁹, ha sottolineato che «i rischi individuati superano i possibili benefici che le VV potrebbero fornire ai loro utilizzatori, anche considerando i vantaggi in termini di costi e tempi di transazione e di inclusione finanziaria», scoraggiando le banche e gli altri intermediari vigilati dall'acquistare, detenere o vendere valute virtuali, in quanto, in assenza di adeguati presidi e di un quadro legale certo circa la natura giuridica delle valute virtuali, vi è il rischio di essere esposti a perdite, inficiando, di conseguenza, la consistenza del patrimonio di vigilanza e la stabilità stessa degli intermediari. Inoltre, gli intermediari sono invitati a considerare che «le concrete modalità di funzionamento degli schemi di VV possono integrare, nell'ordinamento nazionale, la violazione di disposizioni normative, penalmente sanzionate, che

²⁸ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Avvertenza*, cit., p. 2 s. In particolare, sono stati messi in luce i seguenti rischi: a) carenza di informazioni; b) assenza di tutele legali e contrattuali; c) assenza di forme di controllo e vigilanza; d) assenza di forme di tutela o garanzia delle "somme depositate"; e) rischi di perdita permanente della moneta a causa di malfunzionamenti, attacchi informatici, smarrimento; f) accettazione su base volontaria; g) elevata volatilità del valore; rischi di perdite; h) rischio di utilizzo per finalità criminali e illecite; i) rischi fiscali. Sui rischi tecnologici connessi all'operatività in valute virtuali v., da ultimo, M. BELLINO, *I rischi legati all'ecosistema Bitcoin: i nuovi intermediari*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 30, 2018; BRAINARD, L., *Cryptocurrencies, Digital Currencies, and Distributed Ledger Technologies: What Are We Learning?*, 15 maggio 2018, in www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20180515a.htm;

²⁹ In considerazione dei rischi connessi alle valute virtuali presenti sul mercato, già nel 2014 l'EBA (*Opinion*, cit., p. 39 ss.) aveva auspicato una regolamentazione del fenomeno che, nel lungo termine, prevedesse, tra l'altro, l'introduzione di: un'autorità di governo degli schemi (ossia delle piattaforme di creazione e gestione) di valute virtuali; obblighi di adeguata verifica su pagatore e beneficiario; requisiti di onorabilità e professionalità sugli esponenti degli schemi; presidi per la trasparente formazione dei prezzi e per il contrasto del *market abuse*; un'autorizzazione preventiva all'esercizio dell'attività (che includa requisiti minimi di capitale, obblighi di separazione patrimoniale dei conti dei clienti, sistemi informativi adeguati); meccanismi di garanzia e rimborso delle operazioni non autorizzate; obblighi di separazione tra schemi di valute virtuali e sistemi di pagamento su monete legali. Nel breve termine, l'EBA raccomandava di intervenire sul fronte della prevenzione dell'utilizzo illecito degli schemi di valute virtuali, soprattutto al fine del riciclaggio del denaro o del finanziamento del terrorismo, e delle relazioni tra detti schemi e le attività finanziarie regolate.

riservano l'esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati (artt. 130, 131 TUB per l'attività bancaria e l'attività di raccolta del risparmio; art. 131-*ter* TUB per la prestazione di servizi di pagamento; art. 166 TUF, per la prestazione di servizi di investimento)». Infine, è raccomandato alle banche e agli altri intermediari di rendere edotti «i clienti, persone fisiche o giuridiche, operanti nel settore delle VV, prima di intraprendere operazioni della specie con essi»³⁰.

Sulla scorta di quanto diffuso al pubblico da parte dalle autorità di vigilanza europee³¹, nel marzo 2018 la Banca d'Italia ha avvertito i consumatori circa l'estrema rischiosità delle valute virtuali e la volatilità dei loro prezzi, la cui formazione è spesso non trasparente³². In particolare, si sottolinea l'esistenza di chiari segnali di una bolla nei prezzi di queste valute o di strumenti finanziari a esse collegate e, al contempo, l'assenza di forme di protezione e di specifiche garanzie legali: per tale motivo, viene raccomandato ai consumatori di non convertire in valuta virtuale più denaro di quanto si possano permettere di perdere. Per quel che riguarda le piattaforme di scambio di valute virtuali, le autorità ricordano che esse non sono regolate e che possono avere problemi di natura operativa, tali da impedire ai consumatori, in taluni casi, di comprare o vendere le valute virtuali, nonché di scambiarle con le valute tradizionali³³.

Il fenomeno ha destato interesse anche tra le istituzioni politiche dell'Unione Europea. Nel 2016 è stata emanata una prima Risoluzione del Parlamento Europeo che, escluse, al momento, dimensioni sistemiche delle valute virtuali, individuava in primo luogo alcuni aspetti positivi delle valute virtuali tra cui, ad esempio, l'abbassamento dei costi di transazione e, soprattutto, benefici in termini di "inclusione

³⁰ BANCA D'ITALIA, *Comunicazione*, cit., p. 15 s.

³¹ ESMA, EBA, EIOPA, *L'ESMA, l'ABE e l'EIOPA informano i consumatori sui rischi delle valute virtuali*, Avviso, 2018, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint_esas_warning_on_virtual_currencies_it.pdf.

³² Sui rischi legati all'assenza di trasparenza nei meccanismi di conversione delle valute virtuali con le valute legali v. U. CHOCHAN, *Tethering Cryptocurrencies to Fiat Currencies Without Transparency: A Case Study*, in *University of New South Wales, Canberra Discussion Paper*, Series: Notes on the 21st Century, 23 febbraio 2018, in ssrn.com/abstract=3129978.

³³ BANCA D'ITALIA, *Avvertenza ai consumatori*, cit.

finanziaria”³⁴, ovvero la possibilità di raggiungere segmenti di clientela che, pur non disponendo di un conto corrente bancario tradizionale su cui operare, è bisognosa di micro-finanziamenti e di servizi di pagamento³⁵.

D'altra parte, venivano messi in rilievo profili critici dei sistemi di valute virtuali, legati, anzi tutto, all'elevata volatilità delle valute virtuali e al rischio di bolle speculative.

In conclusione il Parlamento Europeo, pur non ritenendo ancora opportuni interventi di regolazione, in quanto allo stato difficili da graduare e forieri di messaggi errati su benefici e sicurezza delle valute virtuali, invitava la Commissione Europea a monitorare il fenomeno, adottando un approccio normativo «proporzionato a livello di UE, in modo da non soffocare l'innovazione o aggiungere costi superflui in questa fase iniziale, pur affrontando seriamente i problemi di ordine normativo che potrebbero sorgere con l'uso diffuso delle valute virtuali e della DLT»³⁶. A tal fine, il Parlamento segnalava che le normative chiave dell'EU in materia finanziaria³⁷ avrebbero potuto rappresentare un quadro normativo di riferimento in funzione delle attività svolte, per quanto fosse già ravvisata l'opportunità di includere le piattaforme di cambio delle valute virtuali nella direttiva antiriciclaggio, al fine di eliminare l'anonimato associato a tali piattaforme, e di rivedere la

³⁴ Analogamente a quanto in certe zone del mondo è accaduto grazie al microcredito. Sia consentito, al riguardo, fare rinvio sul tema del microcredito e della sua importanza per la inclusione finanziaria a M. YUNUS, *Il banchiere dei poveri*, 1998; ID., *Un mondo senza povertà*, 2008. Sul tema dell'inclusione finanziaria si veda anche BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Payment aspects of financial inclusion*, 2016.

³⁵ PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione sulle valute virtuali*, n. P8_TA(2016)0228, 26 maggio 2016.

³⁶ Il Parlamento raccomandava di usare estrema cautela nella definizione delle valute virtuali in qualsiasi proposta legislativa futura, al fine di tenere debitamente conto, ovvero escludere dalla definizione e, dunque, dal *framework* normativo di riferimento, le “valute locali” di natura non lucrativa, spesso caratterizzate da una fungibilità limitata.

³⁷ Nella Risoluzione con riguardo a tale aspetto si fa in particolare riferimento all'opportunità di rendere applicabili anche alle valute virtuali il Regolamento (UE) n. 648/2012 (“EMIR”), il Regolamento (UE) n. 909/2014 (“CSDR”), la direttiva 98/26/CE (“SFD”), la direttiva 2014/65/UE (“MiFID”), il regolamento n. 600/2014 (“MiFIR”), la direttiva 2009/65/UE (“OICVM”) nonché la direttiva 2001/61/UE (“GEFIA”).

normativa UE in materia di pagamenti³⁸ «al fine di rafforzare ulteriormente la competitività e ridurre i costi di transazione, anche grazie a una maggiore interoperabilità ed eventualmente alla promozione di un portafoglio elettronico universale e non proprietario».

Nel 2017 il Parlamento Europeo è tornato sul tema, con una nuova Risoluzione³⁹, dove ha ribadito, in primo luogo, che la legislazione, la regolamentazione e la vigilanza devono adeguarsi all'innovazione e trovare il giusto equilibrio tra gli incentivi per una protezione innovativa di consumatori e investitori e la stabilità finanziaria⁴⁰. Ciò posto, sul presupposto che la normativa dovrebbe consentire condizioni di parità tra gli operatori, migliorando la facilità di accesso sul mercato e impedendo l'arbitraggio regolamentare tra gli Stati membri e tra gli statuti giuridici, la Risoluzione auspica un approccio basato sui rischi, in condizioni di neutralità tecnologica e di uniformità delle norme, a parità di servizi e di rischi, indipendentemente dal tipo di entità giuridica o di ubicazione nell'Unione Europea. Infine, il Parlamento Europeo ha ricordato le sperimentazioni in corso aventi ad oggetto valute digitali emesse da banche centrali basate sul registro distribuito, giudicate meritevoli di attenzione al fine di tenere il passo con gli sviluppi del mercato in un contesto di adeguata protezione dei consumatori e trasparenza⁴¹.

³⁸ Tra di esse la direttiva sui conti di pagamento, la direttiva sui servizi di pagamento e la direttiva sulla moneta elettronica, alla luce delle nuove possibilità offerte dalle innovazioni tecnologiche, tra cui le valute virtuali.

³⁹ PARLAMENTO EUROPEO, *Tecnologia finanziaria: influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario*, n. P8_TA-PROV(2017)0211, 17 maggio 2017.

⁴⁰ Sul trilemma tra regole chiare, integrità del mercato e sostegno all'innovazione finanziaria v. C. BRUMMER - Y. YADAV, *Fintech and the Innovation Trilemma*, in *Georgetown Law and Economics Research Paper*, n. 11-23, 2017, in ssrn.com/abstract=3054770 or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3054770>.

⁴¹ Sul tema cfr. anche FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*, 27 giugno 2017 e D. HE – R. LECKOW – V. HAKSAR - T. MANCINI-GRIFFOLI - N. JENKINSON - M. KASHIMA - T. KHIAONARONG - C. ROCHON – H. TOURPE, *Fintech and Financial Services: Initial Considerations*, IMF Staff Discussion Note, SDN/17/05, giugno 2017. Sul potenziale impatto delle valute virtuali sui sistemi finanziari e, in particolare, sulla possibile “minaccia” delle valute virtuali private al monopolio delle banche centrali sull'emissione monetaria cfr., da ultimo, PARLAMENTO EUROPEO, *Virtual currencies and central banks monetary policy: challenges ahead*, Monetary Dialogue July 2018.

In ultima analisi, gli orientamenti più recenti del legislatore europeo confermano un atteggiamento di tendenziale favore all'innovazione tecnologica e finanziaria rappresentata dagli schemi di valute virtuali sviluppatisi spontaneamente sul mercato, per quanto la crescita del fenomeno stia evidenziando il rischio di condizioni di concorrenza non eque tra i nuovi operatori e gli intermediari finanziari vigilati esercitanti analoghe attività⁴². Per tale motivo, nonché per la riconosciuta permeabilità degli schemi di valute virtuali ad attività illecite⁴³, grazie all'anonimato dei soggetti partecipanti, a livello internazionale cresce il consenso sull'opportunità di sottoporre le valute virtuali ad una disciplina calibrata su quella degli intermediari finanziari e, addirittura, in taluni Paesi prendono corpo i primi interventi regolatori⁴⁴.

Con riguardo al primo aspetto, la Commissione Europea ha recentemente adottato una direttiva⁴⁵ (di seguito anche “V direttiva AML”) volta, per quanto qui interessa, ad estendere parti della disciplina comunitaria in materia di antiriciclaggio alle transazioni eseguite tramite valute virtuali: in particolare, nella V direttiva AML è previsto l'obbligo degli Stati membri di “registrare” a fini antiriciclaggio i soggetti che operano nell'industria delle valute virtuali. Inoltre, i soggetti che operano con valute virtuali dovranno essere inseriti in un *database* centrale.

Infine, da più parti è sollevata la questione circa l'opportunità di mettere sul mercato una valuta digitale emessa da una banca centrale: non si tratterebbe di una valuta parallela, ma semplicemente di una rappresentazione di una valuta legale basata sulla tecnologia di registro

⁴² In questo senso anche EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan*, cit., p. 6.

⁴³ Sul tema v. EUROPEAN COMMISSION, *Report from the Commission* cit., p. 85 ss.

⁴⁴ Per una sintetica rassegna delle iniziative regolamentari in USA, Brasile, Giappone, Germania, Francia, Svizzera e Italia v. V. HARASIC, *It's Not Just about the Money: A Comparative Analysis of the Regulatory Status of Bitcoin under Various Domestic Securities Laws*, in *American University Business Law Review*, vol. 3, n. 3, 2014, in ssrn.com/abstract=3156740; LA ROCCA, *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento. Focus sulle valute virtuali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, giugno 2015, p. 216 ss.

⁴⁵ Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2018, che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica la direttiva 2009/138/CE e 2013/36/UE, in G.U.C.E. L 156/43 del 19 giugno 2018.

distribuito⁴⁶. Non una nuova unità di conto, insomma, ma un nuovo mezzo di pagamento⁴⁷. I vantaggi di tale valuta digitale “ufficiale” consisterebbero nella maggiore stabilità e sicurezza rispetto ad una valuta virtuale “privata”, in un analogo contesto di innovazione tecnologica⁴⁸.

⁴⁶ Alcune banche centrali, ad iniziare da quella svedese con l'*e-krona*, per proseguire con quella canadese, giapponese, uruguayana e del Singapore, stanno ipotizzando di utilizzare la tecnologia *blockchain* per creare moneta digitale statale (c.d. *central bank digital currency* o CBDC) da utilizzare nei pagamenti interbancari. Sugli effetti di una valuta digitale statale nella conduzione delle politiche monetarie cfr. M. KUMHOF – C. NOONE, *Central bank digital currencies - design principles and balance sheet implications*, in Bank of England, Staff Working Paper n. 725, maggio 2018.

⁴⁷ Cfr. D. HE E ALTRI, *Fintech*, cit., p. 26 s.. È stato osservato (F. PANETTA, *21st century cash: Central banking, technological innovation and digital currencies*, Milano, 7 giugno 2018, p. 4) che le CBDC non hanno niente a che fare con criptovalute quali i *bitcoin*: al pari delle banconote, le CBDC sono passività delle banche centrali, garantite dagli *asset* e dalla reputazione di quest'ultime. Per tale motivo le CBDC non sono destinate a soffrire dell'eccessiva volatilità che caratterizza le criptovalute.

⁴⁸ In argomento v. anche C. SKINGSLEY, *Should the Riksbank Issue e-Krona?*, Presentazione al FinTech Stockholm 2016, Stockholm, November 16, 2016; J. NICOLAISEN, *What Should the Future Form of our Money Be?*, Presentazione alla Norwegian Academy of Science and Letters, Oslo, April 25, 2017, nonché G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta*, cit., p. 39; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement*, February 2017. Anche in Italia è stato osservato (I. VISCO, *La tecnologia blockchain: nuove prospettive per i mercati finanziari*, Roma 21 giugno 2016, p. 4), che l'applicazione della tecnologia *blockchain* nel settore finanziario promette di produrre importanti benefici, quali «la riduzione dei costi di gestione, la maggiore diffusione dell'informazione e più efficienti meccanismi di funzionamento dei mercati». Nello stesso senso P. PAECH, *The Governance of Blockchain Financial Networks*, in *LSE Legal Studies Working Paper*, n. 16/2017, 2017, in ssrn.com/abstract=2875487. È stato altresì osservato (P. ATHANASSIOU, *Impact of Digital Innovation on the Processing of Electronic Payments and Contracting: An Overview of Legal Risks*, 30 October 2017, p. 35, in ssrn.com/abstract=3067222) come la tecnologia a registro distribuito possa rappresentare un presupposto fondamentale per la stipula di *smart contract*, ossia accordi contrattuali incorporati in un software (basato sulla DLT, appunto) che provvede automaticamente a validarli, eseguirli e registrarli sulla base di condizioni predeterminate dalle parti del contratto.

In merito alle iniziative legislative nazionali, sulla scorta di quanto già recentemente avvenuto in Giappone⁴⁹, in Italia sono stati introdotti, a fini di prevenzione del riciclaggio del denaro e del finanziamento del terrorismo, obblighi di adeguata verifica della clientela, di conservazione di documenti, dati e informazioni sui clienti, di segnalazione di operazioni sospette, a carico dei soggetti che professionalmente forniscono a terzi servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale, detti in breve "prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale", limitatamente allo svolgimento dell'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso forzoso⁵⁰.

L'inclusione delle piattaforme di cambio di valute virtuali non risolve completamente il problema dell'anonimato delle operazioni in valuta virtuale, dato che gli utenti possono effettuare operazioni all'interno del *network* anche senza ricorrere a piattaforme di cambio. Seppur gran parte delle transazioni di valute virtuali rimarrà dunque caratterizzato dall'anonimato, il recente intervento legislativo obbliga al monitoraggio del momento di accesso della moneta legale nel *network* (con la conversione in valuta virtuale) e quello di uscita dal *network* stesso (con la riconversione in moneta legale), consentendo la valutazione della congruità delle operazioni rispetto al profilo

⁴⁹ Il 26 maggio 2016 la legge giapponese sui servizi di pagamento è stata riformata per regolamentare le valute virtuali, prevedendo un obbligo di registrazione, requisiti di *corporate governance* e patrimoniali per i soggetti che offrono servizi di conversione in e da valute virtuali. Inoltre, tali soggetti sono stati sottoposti agli obblighi antiriciclaggio relativi all'identificazione della clientela e alla segnalazione delle operazioni sospette. Tali disposizioni sono entrate in vigore nel giugno 2017. Sul tema v. Y OKANO, *Virtual currencies: issues remain after Payment Services Act amended*, Nomura Research Institute, vol. 243, 15 luglio 2016; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, February 2017, p. 70.

⁵⁰ In forza del d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, con il quale è stata recepita nel nostro ordinamento la direttiva (UE) 2015/849 (c.d. IV direttiva AML), i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali sono stati inseriti nella categoria degli "altri operatori non finanziari", di cui all'art. 3, comma 5, lett. i) del d.lgs. 231/2007, come modificato dal predetto d.lgs. 90/2017 e sottoposti ai relativi obblighi, pur limitatamente all'attività di conversione di valute virtuali in moneta legale e viceversa.

patrimoniale, economico e reddituale nonché all'attività esercitata dall'utente⁵¹.

Inoltre, ai sensi dell'art. 8 del d.lgs. 90/2017, i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale dovranno essere iscritti in una sezione speciale del registro già tenuto dall'Organismo degli Agenti e dei Mediatori creditizi (OAM) per coloro che esercitano professionalmente nei confronti del pubblico l'attività di cambiavalute⁵². In particolare, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze saranno stabilite le modalità e la tempistica con cui tali soggetti dovranno comunicare al predetto Ministero la propria operatività sul territorio nazionale⁵³. Tale comunicazione costituirà condizione essenziale per l'esercizio legale dell'attività da parte dei suddetti prestatori⁵⁴.

Infine, viene riformata la legge 4 agosto 1990, n. 227, prevedendosi che il monitoraggio fiscale dei flussi finanziari sia esteso anche alle transazioni pari o superiori a 15.000 euro effettuate in valuta virtuale.

⁵¹ La dottrina (A. URBANI, *La disciplina antiriciclaggio alla prova del processo di digitalizzazione dei pagamenti*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 36, 2018, p. 13) vede «con estremo favore con estremo favore la scelta, compiuta dal legislatore nazionale in occasione della riforma del 2017, di anticipare previsioni contenute nella Proposta di Quinta direttiva antiriciclaggio».

⁵² Cfr. art. 17-*bis*, commi 1 e 8-*bis*, del d.lgs. 141/2010.

⁵³ Il 31 gennaio 2018 il Ministero dell'economia e delle finanze ha posto in pubblica consultazione una bozza di decreto ministeriale ove si dispone che l'OAM avvii la gestione della sezione speciale del registro dedicata ai prestatori di servizi su valute virtuali entro 60 giorni dal termine previsto per il completamento dell'attività di primo censimento dei soggetti operanti sul mercato. La bozza di decreto prevede altresì che i dati e le informazioni dei suddetti prestatori di servizi, compresi quelli di coloro che hanno reso una comunicazione incompleta o non corredata della documentazione richiesta, siano resi tempestivamente disponibili alla polizia postale e delle comunicazioni che, nell'esercizio dei poteri inerenti le sue attribuzioni, ne faccia richiesta a supporto di eventuali attività di indagine riconducibili al contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. È stato acutamente osservato (A. URBANI, *La disciplina antiriciclaggio*, cit., p. 14) che l'art. 2 della bozza di decreto ministeriale estende – pur in assenza di delega nella normativa primaria – la propria portata applicativa anche agli «operatori commerciali che accettano valuta virtuale quale corrispettivo di qualsivoglia prestazione avente ad oggetto beni, servizi o altre utilità», con «il comprensibile intento di stringere ulteriormente le maglie attorno alle criptovalute».

⁵⁴ In assenza di comunicazione i prestatori di servizi su valute virtuali potranno vedersi interdetta l'erogazione dei propri servizi dalle forze di polizia.

In conclusione, come evidenziato anche nella relazione di accompagnamento della proposta di riforma della quarta direttiva AML, l'estensione di obblighi in materia di antiriciclaggio risponde all'esigenza di consentire alle autorità competenti di monitorare le operazioni sospette in valute virtuali, preservando nel contempo i progressi innovativi offerti da tali valute⁵⁵. D'altra parte, osserva ancora la Commissione Europea, «ridurre l'anonimato che circonda le valute virtuali contribuirà ad accrescere la fiducia degli utenti in buona fede»⁵⁶.

La V direttiva AML si spinge peraltro ancora più in là rispetto a quanto fatto finora dal nostro legislatore, prevedendo l'estensione degli obblighi antiriciclaggio e l'iscrizione in registri pubblici anche ai prestatori di servizi di portafoglio digitale per le valute virtuali, ossia ai soggetti che offrono servizi di custodia delle credenziali necessarie per accedere alle valute virtuali (c.d. *e-wallet*)⁵⁷.

Da ultimo, occorre soffermarsi brevemente sul rapporto tra emissione di valute virtuali e disciplina della prestazione di servizi di investimento e della raccolta del risparmio.

Le significative e repentine oscillazioni di valore delle più note valute virtuali, quale il *bitcoin*, per esempio, hanno infatti spinto all'acquisto di tali beni per finalità di investimento o, più propriamente, speculativa⁵⁸.

Nel contempo, le valute virtuali sono utilizzate per raccogliere fondi dal pubblico mediante le c.d. *Initial Coin Offer* (ICO), che vedono emittenti valute virtuali offrire, a fronte di altre valute virtuali o monete aventi corso legale, valute virtuali (*coin*) o diritti (*token*) derivanti dai

⁵⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta*, cit., p. 7.

⁵⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta*, cit., p. 12.

⁵⁷ Il *e-wallet*, o portafoglio digitale, consente di verificare la titolarità della valuta virtuale, tramite collegamento al registro contabile accentrato (*ledger*) ed alla relativa *blockchain*, e di effettuare pagamenti o ricevere accrediti in valuta virtuale. Altra parte della dottrina (A. URBANI, *La disciplina antiriciclaggio*, cit., p. 13) ritiene invece che il sintagma “prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali”, di cui all'art. 1, co. 2, lett. ff), del d.lgs. 231/2007, accomuni tanto le piattaforme di cambio quanto i *custodian wallet*.

⁵⁸ Le forti oscillazioni di valore delle valute virtuali hanno posto forti dubbi circa la presenza di comportamenti manipolatori dei prezzi. Sul punto v. R. KEIDAR – S. BLEMUS, *Cryptocurrencies and Market Abuse Risks: It's Time for Self-Regulation*, 13 febbraio 2018, in ssrn.com/abstract=3123881.

beni sottostanti (le stesse valute virtuali emesse) o legati alla partecipazione in iniziative imprenditoriali promosse e/o gestite dagli emittenti⁵⁹. Inoltre, vanno diffondendosi contratti per differenza con valute virtuali come sottostanti dell'investimento (c.d. CFD), che consentono agli investitori di speculare sulla fluttuazione del prezzo di tali valute, come *bitcoin* o *ethereum*⁶⁰.

Per quel che concerne l'acquisto di valute virtuali a fine di investimento o speculativo, ci si è chiesti se vi siano gli estremi per configurare un'offerta al pubblico di strumenti o prodotti finanziari e, di conseguenza, se possano definirsi quali servizi di investimento quelli offerti dalle piattaforme di offerta e scambio di valute virtuali.

Circa la riconducibilità delle valute virtuali agli "strumenti finanziari", la normativa italiana (art. 1, comma 2, del d.lgs. 58/1998, o "TUF") definisce quest'ultimi mediante rinvio ad una lista molto ampia di strumenti (sez. C dell'all. I del TUF), ma, nel contempo, escludendo che lo siano gli "strumenti di pagamento".

Il TUF non chiarisce cosa debba intendersi per strumenti di pagamento, definiti dal d.lgs. 11/2010 (con cui sono state recepite nel nostro Paese le direttive europee sui servizi di pagamento) come «qualsiasi dispositivo personalizzato e/o insieme di procedure concordate tra l'utente e il prestatore di servizi di pagamento e di cui l'utente di servizi di pagamento si avvale per impartire un ordine di pagamento»⁶¹.

⁵⁹ Non è possibile qui trattare in modo approfondito tutte le tematiche relative alle ICO. Mi limiterò a dire che i diritti sulle iniziative imprenditoriali incorporati nei *token* (in alcuni casi scambiabili su piattaforme multilaterali) possono essere tanto di carattere economico (diritto agli utili) quanto amministrativo (diritti di voto, sovente limitati).

⁶⁰ In argomento v. ESMA, *Statement on preparatory work of the European Securities and Markets Authority in relation to CFDs and binary options offered to retail clients*, ESMA71-99-910, 15 dicembre 2017 e FCA, *Consumer warning about the risks of investing in cryptocurrency CFDs*, 14 novembre 2017, in <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/consumer-warning-about-risks-investing-cryptocurrency-cfds>.

⁶¹ Cfr. art. 1, lett. s) del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, *Attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e che abroga la direttiva 97/5/CE*, come modificato dal d.lgs. 218/2017.

In considerazione del fatto che l'ordine di pagamento fa riferimento all'esecuzione di una "operazione di pagamento", e che quest'ultima deve avere ad oggetto "fondi", ossia «banconote e monete, moneta scritturale e moneta elettronica»⁶² così come definita dall'art. 1, comma 2, lettera h-ter) del TUB, può concludersi – in armonia con il principio secondo il quale le esenzioni dall'applicazione della disciplina di protezione apprestata dal TUF devono essere rigorosamente circoscritte - che le valute virtuali non siano annoverabili tra gli strumenti di pagamento citati dall'art. 1, comma 2, del TUF, in quanto diversi dalla moneta legale, scritturale ed elettronica in senso stretto⁶³.

Ciò posto, l'affermazione secondo la quale le valute virtuali non sono strumenti di pagamento non consente di concludere che essi siano strumenti finanziari, come invece viene sostenuto, in assenza di esaustiva motivazione, nella prima sentenza di merito sulla natura della compravendita di *bitcoin*⁶⁴. La definizione legale di strumento finanziario fornita dal TUF rinvia infatti ad un elenco di strumenti,

⁶² Cfr. art. 1, lett. o), c) ed m), del d.lgs. 111/2010. Per L. D'AGOSTINO (*Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D. Lgs. 90/2017*, in *Riv. dir. banc.*, *dirittobancario.it*, 5, 2018, p. 15) le valute virtuali non costituiscono strumenti di pagamento perché la quantità di valuta virtuale presente nel portafoglio digitale rimane nell'esclusiva sfera di dominio del proprietario, titolare dell'indirizzo e delle chiavi private di criptazione, e non entra nel conto di pagamento gestito da un prestatore di servizi di pagamento.

⁶³ Come è già stato osservato, la valuta virtuale non può dirsi moneta legale né un "surrogato" della stessa (quale quella scritturale o elettronica emessa da banche e istituti di moneta elettronica), in quanto è accettata volontariamente dal creditore dell'obbligazione pecuniaria e, in mancanza di accordi, non ha valore liberatorio legale per il debitore. Per tale motivo (I. VISCO, *Welcome address*, 1st Biennial Banca d'Italia and Bocconi University Conference on Financial Stability and Regulation, 5 aprile 2018, p. 4) si preferisce parlare di *crypto-assets* anziché *crypto-currencies*. *Contra* G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici*, cit. p. 423, il quale ritiene che il *bitcoin* potrebbe affermarsi come strumento di pagamento grazie alla costante crescita nel suo utilizzo da parte del pubblico.

⁶⁴ Il Tribunale di Verona, con una nota sentenza del 24 gennaio 2017 (con nota di M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 4, 2017, p. 471 ss.), ha infatti ricondotto i *bitcoin* agli strumenti finanziari, stabilendo l'applicabilità delle norme sul Codice del Consumo in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

ritenuto non suscettibile di interpretazione analogica⁶⁵, nel quale non vi è modo di far rientrare una valuta virtuale⁶⁶.

A diverse conclusioni deve invece giungersi laddove si faccia riferimento alla nozione di “prodotti finanziari”, che il TUF definisce come «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria»⁶⁷.

In linea con quanto da tempo affermato dalla dottrina⁶⁸ e dalla Consob⁶⁹, anche per la Suprema Corte⁷⁰, infatti, l’investimento di natura finanziaria comprende ogni conferimento di una somma di denaro da parte del risparmiatore con un’aspettativa di profitto o di remunerazione (attesa di utilità a fronte delle disponibilità investite nell’intervallo determinato da un orizzonte temporale) in presenza di rischio.

La Consob, in particolare, ha recentemente preso in esame lo svolgimento di un’attività promozionale, rivolta a soggetti residenti in

⁶⁵ In questo senso, tra gli altri, V.V. CHIONNA, *Le forme dell’investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, p. 191 e L. SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 716 s..

⁶⁶ Così anche L. D’AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell’emanazione del D. Lgs. 90/2017*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 5, 2018, p. 16.

⁶⁷ Cfr. art. 1, lett. u) del TUF.

⁶⁸ Sul tema v., tra gli altri, F. ANNUNZIATA, *Commento sub art. 94*, in F. Marchetti, A. Bianchi (a cura di), *Testo unico della finanza*, Milano, 1999, p. 86 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, *passim*; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2013, *passim*; E. GABRIELLI, R. LENER, *Valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, I, Tratt. Rescigno-Gabrielli, Torino, 2011, p. 27 ss.; M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, p. 567 ss.; V.V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 1 ss.; A. URBANI, *I servizi, le attività di investimento e gli strumenti finanziari*, in F. Capriglione (a cura di), *L’ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 448 ss..

⁶⁹ La Consob ha più volte ribadito quest’impostazione: si vedano, al proposito, le Comunicazioni n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997, DIS/98082979 del 22 ottobre 1998, DIS/99006197 del 28 luglio 1999, DIS/36167 del 12 maggio 2000, DEM/1043775 del 1° giugno 2011 e DTC/13038246 del 6 maggio 2013.

⁷⁰ Cfr. da ultimo, Cass. Civ. 5 febbraio 2013, n. 2736. Così anche Cass. civ. 15 aprile 2009 n. 8947.

Italia, avente ad oggetto l’offerta al pubblico di “pacchetti di estrazione di criptovalute”, comprensivi di una quantità di cripto-moneta già inclusa nel “pacchetto” e del servizio di *data mining* offerto dallo stesso emittente, che consente l’estrazione giornaliera di una ulteriore quantità di cripto-monete.

Analizzate le caratteristiche di siffatti “pacchetti di estrazione di criptovalute” e accertata l’assenza di un prospetto informativo, la Consob ne ha vietato l’offerta pubblicitaria nei confronti del pubblico residente in Italia, riconoscendovi la natura di un investimento di natura finanziaria, e quindi di un prodotto finanziario ai sensi dell’art. 1, lett. u) del TUF, in ragione di: un impiego di capitale; un’aspettativa di rendimento di natura finanziaria; l’assunzione di un rischio connesso all’impiego di capitale⁷¹.

Pare non dubitabile, dunque, che allorquando l’acquirente di una valuta virtuale investe una somma di denaro nell’aspettativa di ottenere un rendimento e mettendo a rischio quanto ha investito, l’operazione sia riconducibile all’acquisto di un prodotto finanziario, con l’applicazione delle norme in materia di intermediazione finanziaria.

In particolare, occorrerà fare riferimento alla disciplina dettata dal TUF e dai relativi regolamenti attuativi in materia di appello al pubblico risparmio (nello specifico, di offerta al pubblico di prodotti finanziari) e di prestazione di servizi e attività di investimento⁷².

⁷¹ Cfr. Consob, delibera 20 aprile 2017, n. 19968.

⁷² Saranno applicabili, in ogni caso, le norme sulla promozione e sul collocamento a distanza di cui all’art. 32 del TUF, nonché le norme di cui agli artt. 125-127 del Regolamento Consob 15 febbraio 2018, n. 20307. Nell’ipotesi in cui un prodotto finanziario rappresentato o avente come sottostante valuta virtuale sia emesso da una banca o da un’impresa di assicurazione, saranno altresì applicabili le norme sullo svolgimento dei servizi di cui agli artt. 25-bis e 25-ter del TUF e sull’offerta fuori sede di cui all’art. 30 TUF, nonché gli artt. 124 e 129-135 del Regolamento Consob 15 febbraio 2018, n. 20307.

In molti Paesi le valute virtuali sono invece considerate strumenti finanziari, ai fini dell'applicazione della relativa disciplina. È il caso, ad esempio, degli Stati Uniti⁷³ e, in Europa, della Germania⁷⁴.

In considerazione della estrema facilità con cui valute virtuali emesse da un soggetto avente sede in un determinato Paese possono essere offerte e collocate ad investitori residenti in altri Paesi, non vi è dubbio che, al fine di evitare insediamenti opportunistici ed elusivi degli emittenti, sia quanto mai opportuno definire l'inquadramento giuridico del bene in una determinata categoria, per consentire l'applicazione di un trattamento regolamentare uniforme⁷⁵.

⁷³ Negli Stati Uniti gran parte delle offerte e vendite di *token* rivenienti da ICO sono state sottoposte alla disciplina dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari, ai sensi della Section 2 (a) (1) del Securities Exchange Act del 1934 e, conseguentemente, alla giurisdizione della Securities Exchange Commission. I *token*, infatti, sono spesso risultati "positivi" al test elaborato dalla Corte Suprema nel caso SEC v. Howey 328 U.S. 293 del 1946, rappresentando investimenti di denaro in iniziative d'impresa gestite da terzi con la ragionevole aspettativa di profitti da parte degli investitori. Recentemente, il Presidente della SEC (J. CLAYTON, *Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings*, in www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11) ha precisato che le criptovalute possono essere sottoposte alla giurisdizione della SEC al ricorrere o meno delle caratteristiche di strumenti finanziari.

⁷⁴ In Germania la Bafin, autorità federale di supervisione finanziaria (*Virtual Currency* (VC), in www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node_en.html) considera da tempo i *bitcoin* quali strumenti finanziari, in quanto unità di conto - assimilabili alle valute straniere - per quanto non legalmente vincolanti (ai sensi della sezione 1, par. 11, della legge bancaria tedesca, Kreditwesengesetz – KWG). In merito alle ICO, nel marzo 2018 la Bafin ha diffuso una *advisory letter* (*Initial Coin Offerings: Advisory letter on the classification of tokens as financial instruments*, WA 11-QB 4100-2017/0010, del 28 marzo 2018) nella quale si sostiene che i *token* possono essere classificati, a seconda delle concrete caratteristiche che assumono, quali strumenti finanziari ai sensi della legge tedesca sui servizi di investimento (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) o della Mifid II, ovvero un prodotto finanziario ai sensi della legge tedesca sul prospetto finanziario ((Wertpapierprospektgesetz – WpPG), ovvero ancora un investimento di capitale ai sensi della omonima legge tedesca (Vermögensanlagengesetz – VermAnlG).

⁷⁵ Secondo la Commissione Europea (*FinTech Action plan*, cit., p. 6), in considerazione del fatto che i *crypto-asset* sono un fenomeno globale, sarà essenziale un approccio coordinato e coerente nell'ambito del G20, del Financial Stability Board e dei regolatori internazionali in generale. Auspica la necessità di una regolamentazione del fenomeno funzionale a ridurre rischi di arbitraggio normativo e

Occorre infine soffermarsi, per completare la disamina dal punto di vista regolamentare, sul rapporto tra emissione e collocamento di valute virtuali e disciplina della raccolta di fondi tra il pubblico. In quest'ottica rileva la circostanza che dette attività vedano l'incasso di un corrispettivo in moneta legale e siano accompagnate o meno dall'obbligo di rimborso dei fondi acquisiti⁷⁶: in caso affermativo si è ritenuto che l'attività dell'emittente possa essere riconducibile all'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico riservata alle banche⁷⁷.

Al proposito, occorre però considerare che molte valute virtuali, quali i *bitcoin*, ad esempio, sono emesse nell'ambito di uno schema operativo decentrato, ove partecipa un numero indefinito di emittenti che si avvalgono di una tecnologia di registro distribuito.

Sulla base di questi presupposti assume quindi maggior rilievo la posizione dei prestatori di servizi su valute virtuali, o *exchange*, che si occupano della conversione o compravendita di valute virtuali.

Laddove tali soggetti consentissero al pubblico di detenere depositi in moneta virtuale a fronte della moneta legale acquisita, obbligandosi a rimborsare il controvalore riconvertendone il saldo, a distanza di tempo, in moneta legale, potrebbero esservi i presupposti per integrare l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico⁷⁸, secondo la definizione offerta dalla legge vigente, che non prevede oggi alcuna deroga a favore di soggetti che acquisiscono depositi in valuta virtuale con obbligo di restituzione in moneta legale⁷⁹.

Posizioni contrastanti si osservano in merito all'attività degli *exchange* che si limitano a incassare moneta legale da parte del pubblico

minacce alla protezione degli investitori ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ESMA50-157-1391, 9 January 2019, p. 36 ss.

⁷⁶ Cfr. art. 11 TUB.

⁷⁷ In questi termini v. M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, 2015, p. 128 s..

⁷⁸ Così anche F. DI VIZIO, *Lo statuto giuridico delle valute virtuali: le discipline e i controlli. Tra oro digitale ed irrocervo indomito*, in www.fondazionepesenti.it, p. 24.

⁷⁹ Sul punto si rinvia ancora all'art. 11 TUB, su cui, da ultimo, V. TROIANO, *Commento sub art. 11*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, p. 132 ss..

e trasferire la stessa a controparti, a fronte di un corrispettivo in valuta virtuale⁸⁰.

Come in precedenza osservato, il legislatore italiano ha ricondotto sostanzialmente tale attività a quella di cambiavalute, sottoponendo i prestatori di servizi su valute virtuali ad un obbligo di comunicazione dell'esercizio dell'attività al Ministero dell'economia e delle finanze, al fine del loro censimento in una sezione speciale del registro dei cambiavalute istituito presso l'OAM. Le Autorità di altri Paesi, come la Francia⁸¹, hanno invece sostenuto che l'attività di cui sopra sia assimilabile alla prestazione di un servizio di pagamento, ed in quanto tale sottoposta a riserva a favore di banche e altri intermediari autorizzati, con l'auspicio che la questione sia oggetto di iniziative regolamentari coordinate a livello europeo ed internazionale⁸².

L'emanazione della V direttiva AML sancisce una regolamentazione "leggera" dei prestatori di servizi su valute virtuali e di portafoglio digitale, sottoponendo entrambi ad un obbligo di registrazione presso pubbliche autorità ed all'osservanza di obblighi sul solo piano antiriciclaggio⁸³. Il legislatore europeo pare invece sottrarre l'attività degli *exchange* alla disciplina sui servizi di pagamento, ribadendo che

⁸⁰ Per l'integrazione delle attività riservate di raccolta del risparmio o di prestazione di servizi di pagamento, a seconda delle modalità di svolgimento concretamente adottate, cfr. M. MANCINI, *Valute virtuali*, cit., p. 130. Di diverso avviso A. CECCHETTO (*Gli albori di una rivoluzione (quasi) copernicana*, in *ilcaso.it*, 14 dicembre 2017, p. 12), ritenendo che i servizi di deposito e scambio (a scopo di investimento) di monete, virtuali e non, offerto da tali piattaforme rappresentano raccolta di capitale di rischio, senza alcuna obbligazione di rimborso a carico del depositario.

⁸¹ Cfr. BANQUE DE FRANCE, *L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs: enjeux, risques et perspectives*, Focus n. 16, 5 marzo 2018, p. 5.

⁸² Il Financial Stability Board ha recentemente ribadito (FSB, *To G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 13 marzo 2018, p. 2) che, data la natura globale dei mercati delle criptovalute, è richiesto un maggiore coordinamento a livello internazionale supportato da organizzazioni quali il FATF, il CPMI (Comitato sui Pagamenti e sulle Infrastrutture di Mercato) e lo IOSCO.

⁸³ Secondo il considerando 8 della V direttiva AML, grazie alle regole da quest'ultima introdotte le autorità competenti dovrebbero essere in grado di monitorare, attraverso i soggetti obbligati, l'uso delle valute virtuali. «Tale monitoraggio consentirebbe un approccio equilibrato e proporzionale, salvaguardando i progressi tecnici e l'elevato livello di trasparenza raggiunto in materia di finanziamenti alternativi e imprenditorialità sociale».

le valute virtuali non devono essere confuse né con la moneta elettronica, né con il più ampio concetto di “fondi” di cui alla direttiva (UE) 2015/2366 (c.d. “direttiva PSD2”)⁸⁴.

3. L’innovazione tecnologica degli ultimi anni ha visto anche un deciso sviluppo delle c.d. “monete complementari”.

Occorre in primo luogo sottolineare che manca una definizione legale di moneta complementare⁸⁵.

L’opinione prevalente è che si tratti di valute locali utilizzate in ambiti molto ristretti, quali una città o una regione, e tra un numero limitato di utenti⁸⁶.

Per il localismo che le contraddistingue le monete complementari non dovrebbero essere considerate vere e proprie valute virtuali⁸⁷, destinate ad essere utilizzate come mezzo di scambio su un mercato non

⁸⁴ Cfr. considerando 10 della V direttiva AML. Sembrano quindi abbandonate le iniziative comunitarie (cfr., in particolare, EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on an Action Plan for strengthening the fight against terrorist financing*, COM (2016) 50/2) volte a rendere applicabile ai soggetti emittenti valute virtuali lo statuto introdotto con la Payment Service Directive.

⁸⁵ Va segnalato, al proposito, che in data 30 luglio 2014 è stata presentata alla Camera dei Deputati la Proposta di legge n. 2582, *Delega al Governo per la disciplina dell’emissione e della circolazione delle monete complementari*, d’iniziativa dei deputati Boccaduti ed altri, nell’ambito della quale, tra l’altro, si definiscono come monete complementari «gli strumenti di pagamento esclusivamente elettronici volti a facilitare gli scambi di beni e di servizi, compreso il lavoro, all’interno di una comunità socio-economica definita utilizzando, anche congiuntamente, criteri di carattere territoriale o funzionale».

⁸⁶ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta*, cit., p. 24. Secondo l’Unità di Informazione Finanziaria (UIF, *Rapporto Annuale 2014*, Roma, maggio 2015, p. 53) le monete complementari o monete locali «sono schemi in cui produttori di beni e servizi e consumatori, legati dall’appartenenza a una medesima comunità, concordano di utilizzare, per il regolamento delle reciproche ragioni di debito e credito, una “moneta” alternativa a quella ufficiale, realizzando un sistema che favorisce sostanzialmente una forma di baratto tra i soggetti aderenti all’iniziativa».

⁸⁷ Così anche si legge nel considerando 11 della V direttiva AML, ove si afferma che «le valute locali, note anche come monete complementari, che sono utilizzate in ambiti molto ristretti, quali una città o una regione, e tra un numero limitato di utenti, non dovrebbero essere considerate valute virtuali». Nello stesso senso anche C. SCHENA - A. TANDA - C. ARLOTTA - G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale*, in *Consob. Quaderni Fintech*, n. 1, marzo 2018, p. 38.

circoscritto e tendenzialmente globale, data la facilità di trasferimento connessa alla rappresentazione digitale che è loro propria. In realtà, spesso le monete complementari vengono annoverate tra le valute virtuali, per l'assenza di materialità che le accomuna⁸⁸.

Non dovrebbero neanche essere confuse con la moneta elettronica, in quanto, a differenza di queste ultime, non si tratta di mere rappresentazioni in forma digitale delle comuni valute a corso legale⁸⁹.

Le monete complementari, insomma, sono strumenti di scambio che si affiancano alle valute legali, senza tuttavia sostituirle. Nella pratica sono utilizzate talvolta in ristretti ambiti territoriali per l'acquisto di beni e servizi, in altre occasioni all'interno di circuiti, quale moneta scritturale di credito cooperativo, al fine di registrare e garantire la compensazione tra i crediti e i debiti derivanti da transazioni commerciali tra i partecipanti del circuito stesso⁹⁰.

⁸⁸ In questo senso anche G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta*, cit., p. 5 ss.

⁸⁹ UIF, *Rapporto*, cit., p. 53.

⁹⁰ Cfr. la succitata Proposta di legge C. 2582 del 30 luglio 2014. A questo proposito ha suscitato particolare interesse l'esperienza del c.d. "Circuito di Credito Commerciale" Sardex, una sorta di piattaforma integrata di pagamenti tra gli aderenti progettata per facilitare le relazioni tra soggetti economici operanti inizialmente solo in Sardegna, e poi estesa anche in altre regioni italiane. Lo scopo dichiarato del circuito, gestito dalla Sardex S.p.A., è di riconnettere le piccole imprese del territorio, erogando strumenti di pagamento e di credito "paralleli e complementari a quelli tradizionali". L'impresa che intende aderirvi, solitamente caratterizzata da condizioni di illiquidità temporanea, chiede al gestore di essere ammessa al circuito; Sardex, dopo avere effettuato una valutazione del valore dei beni e dei servizi oggetto dell'impresa che l'imprenditore può apportare al circuito, le riconosce un credito nella valuta complementare sardex, che consente di scambiare ciò che produce con gli altri imprenditori aderenti, sino a concorrenza di tale valore. I corrispettivi dovuti da un'impresa aderente vengono soltanto virtualmente addebitati alla stessa mediante regolamento immediato in valuta complementare su di un apposito conto online gestito dalla società di gestione. Il funzionamento del circuito di credito commerciale viene ricondotto dalla Sardex S.p.A. all'istituto della permuta, dal quale tuttavia differisce se si considera che, mentre in base all'art. 1552 c.c., tale contratto tipico configura uno scambio sinallagmatico di beni o servizi, nel caso del circuito lo scambio di beni non si realizza in maniera reciproca tra due o più parti in quanto l'imprenditore A che riceve il bene dall'imprenditore B non scambia a sua volta i suoi beni o servizi necessariamente con tale ultimo imprenditore ma può effettuare tale scambio con tutti gli altri imprenditori aderenti al circuito. Non essendo identificabile il presupposto della corrispettività necessaria propria del contratto tipico di permuta, il circuito Sardex si identifica piuttosto come un sistema di accordi al contempo plurilaterale, tra gli aderenti, e bilaterale, con il gestore, nel complesso riconducibile

Con riferimento ai suddetti circuiti “di credito” si rileva che, nella pratica, il soggetto gestore istituisce una piattaforma di pagamenti e svolge nei confronti degli aderenti servizi di pagamento - fornendo altresì servizi accessori alla detenzione del conto da parte degli aderenti (quali l'*home banking*, il bancomat, la carta POS) - che regola istantaneamente e integralmente in valuta complementare su appositi conti accesi dagli aderenti presso il medesimo gestore; questi è anche solito concedere agli aderenti finanziamenti, sempre in valuta complementare e generalmente di importo contenuto, previa effettuazione di una sorta di valutazione del “merito di credito”.

È lecito chiedersi, sul punto, se le attività del soggetto gestore di un tale circuito possano configurare prestazione di servizi di pagamento o concessione di finanziamenti, ovviamente in moneta complementare, tenendosi in debito conto che il gestore non è, nella prassi, un ente autorizzato ai sensi del testo unico bancario a esercitare professionalmente tali servizi nei confronti del pubblico.

In primo luogo, viene in rilievo l'eventuale riconducibilità dei servizi del circuito alla nozione di strumenti di pagamento c.d. “a spendibilità limitata”, che, per la loro particolare natura, possono essere svolti anche da parte di soggetti non vigilati.

Sulla scorta del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11⁹¹ e della normativa secondaria emanata da Banca d'Italia⁹², non rientrano infatti nella riserva di attività i servizi basati su strumenti di pagamento «che vengano utilizzati esclusivamente: a) per l'acquisto di beni o servizi presso l'emittente; b) sulla base di un accordo commerciale con

alla fattispecie atipica, sempre della famiglia del “baratto”, del c.d. “*barter*”, contratto plurilaterale atipico con cui più soggetti si scambiano vicendevolmente beni o servizi concludendo le relative operazioni mediante compensazione reciproca, in presenza di una c.d. *barter company*, in questo caso Sardex, la quale gestisce il circuito e regola tutte le operazioni in moneta complementare. Sul Sardex si consenta il rinvio, ancora una volta, a G.L. GRECO – D.D. ABATE, *Riserve di attività*, cit., p. 116 ss.

⁹¹ Sono esclusi da riserva di esercizio i servizi di pagamento di cui all'art. 2, comma 2, lett. m), del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, che dà attuazione in Italia alla disciplina comunitaria dettata in materia di servizi di pagamento dalla Direttiva 2007/64/CE (c.d. PSD). Tale esclusione è riproposta anche nell'art. 3, comma 1, lett. k), della Direttiva (UE) 2015/2366 (c.d. PSD2).

⁹² BANCA D'ITALIA, *Attuazione del Titolo II del Decreto legislativo n. 11 del 27 gennaio 2010 relativo ai servizi di pagamento (Diritti ed obblighi delle parti)*, 5 luglio 2011.

l'emittente: b.1) per l'acquisto di beni o servizi all'interno di una rete limitata di esercenti; b.2) per l'acquisto di una gamma limitata di beni o servizi»⁹³.

Come ha evidenziato anche la Banca d'Italia, l'accezione "rete limitata di esercenti" deve escludere la spendibilità dello strumento di pagamento presso una lista di esercenti convenzionati, poiché in tale caso l'estensione soggettiva della rete di accettazione non sarebbe determinabile a priori e quindi risulterebbe potenzialmente illimitata⁹⁴. Ne consegue che, laddove un circuito fosse indiscriminatamente aperto all'entrata di nuovi partecipanti, potrebbe ritenersi che l'operatività sia prestata nei confronti del pubblico e, quindi, debba essere riservata agli intermediari autorizzati (banche, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica).

Con riguardo alla concessione di finanziamenti agli operatori del circuito possono avanzarsi considerazioni sostanzialmente analoghe.

Il regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze 2 aprile 2015, n. 53 (di seguito "il Regolamento"), attuativo delle disposizioni dell'art. 106, ult. co., del TUB, come modificato dal d.lgs. 141/2010, esclude, in particolare, che si configuri come operatività nei confronti del pubblico (dunque attività riservata a banche ed intermediari finanziari iscritti all'albo *ex* art. 106 TUB) la concessione di finanziamenti da produttori di beni e servizi o da società del gruppo di appartenenza a soggetti appartenenti alla medesima filiera produttiva o distributiva del bene o del servizio, quando i destinatari del finanziamento non siano consumatori ai sensi dell'art. 121 TUB né utilizzatori finali del bene o servizio e il contratto di finanziamento sia collegato a un contratto per la fornitura o somministrazione di beni o servizi, di natura continuativa ovvero di durata non inferiore a quella del finanziamento concesso.

⁹³ BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 18. In ogni caso, peraltro, anche nei casi di operatività in esenzione: (i) il soggetto che svolge l'attività dovrebbe indicare che si tratta di circuito privativo; (ii) resta comunque riservata l'attività di regolamento sul conto corrente delle operazioni effettuate in regime di esenzione; (iii) qualora l'emissione di strumenti a spendibilità limitata sia connessa all'erogazione di finanziamenti, resta ferma l'applicazione della disciplina dettata in materia di trasparenza e di credito al consumo.

⁹⁴ BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 20.

Laddove il gestore del circuito dovesse concedere finanziamenti agli operatori aderenti parrebbe però difficile riscontrare in concreto gli estremi per l'esenzione, dato che, quanto meno, il gestore stesso, quale finanziatore, dovrebbe appartenere sistematicamente alla medesima filiera produttiva o distributiva del bene o del servizio prestato dall'aderente finanziato.

Va sottolineato, a questo punto dell'indagine, che le considerazioni sin qui svolte, sia con riferimento all'operatività connessa alla prestazione di servizi di pagamento sia con riguardo alla concessione di finanziamenti agli aderenti, prescindono dal fatto che le transazioni avvengano all'interno del circuito "di credito" in moneta complementare e non in valuta avente corso legale.

In prima battuta può ritenersi che, tanto per l'attività di finanziamento quanto per quella di prestazione di servizi di pagamento, le esigenze di ordine pubblico a fondamento della riserva legale, legate all'affidabilità e stabilità dell'impresa, sussistano anche nel caso in cui, come accade per tali circuiti, le attività avvengano mediante l'uso di moneta complementare⁹⁵. Tali esigenze di tutela si pongono non soltanto nei confronti del sistema finanziario ma anche verso gli utenti finali, i quali potrebbero non soffermarsi sulla circostanza che gli scambi avvengano in moneta complementare ma, soprattutto, ben potrebbero confondere il gestore del circuito con un intermediario

⁹⁵ Solleva forti dubbi sull'operatività delle monete complementari P. BIFFIS, *Come funzionano le "monete" complementari (Sardex, Venetex, Piemontex, ecc.)*, in <http://noisefromamerika.org/articolo/come-funzionano-monete-complementari-sardex-venetex-piemontex-ecc>. Con riferimento alle monete complementari, a questo proposito, va segnalata un'iniziativa legislativa di qualche anno fa, ancora nell'iter parlamentare (Proposta di legge C. 2582, *Delega al Governo per la disciplina dell'emissione e della circolazione delle monete complementari*, presentata il 30 luglio 2014, attualmente assegnata alla VI Commissione Finanze), ove si prevede, tra l'altro, di definire i requisiti essenziali di tali monete e taluni presidi sull'attività degli emittenti e dei circuiti, tra cui: l'obbligo di iscrizione in apposito elenco, a seguito di autorizzazione e sorveglianza da parte della Banca d'Italia; il rispetto di requisiti di equilibrio economico, di solidità gestionale, di professionalità, di onorabilità e di indipendenza degli esponenti aziendali; l'adozione di un organismo di garanzia che assolve a funzioni di supervisione strategica dell'emittente. Viene inoltre disposto che agli emittenti e ai gestori di circuiti di moneta complementare sia riservato il cambio di moneta complementare con moneta avente valore legale, e viceversa, vietando il cambio diretto tra soggetti diversi e la negoziazione della moneta complementare su mercati secondari.

vigilato e paragonare i servizi offerti da detto circuito con quelli proposti, ad esempio, da un istituto di pagamento.

Occorre infine tenere conto del fatto che tali circuiti possono prevedere un rapporto fisso di equivalenza tra moneta complementare e valuta legale (ad esempio, l'euro) e contemplare residuali ipotesi di conversione tra esse.

Inoltre, si pone la questione se, a certe condizioni, una moneta complementare possa ricondursi alla moneta scritturale, nell'accezione più ampia del termine, come strumento avente funzione solutoria⁹⁶.

È noto che a conferire carattere di moneta a un determinato mezzo, usato come intermediario degli scambi di beni e servizi, come misura dei valori o, più generalmente, come strumento regolatore dei rapporti di debito, non concorre necessariamente l'utilità intrinseca del mezzo stesso, bensì la fiducia nella sua generale accettazione. Se ciò, in passato, ha consentito che la moneta bancaria prendesse piede, non può affatto escludersi che nei sistemi economici moderni gli operatori, anche non particolarmente evoluti e competenti, si affidino a strumenti alternativi, come la moneta complementare, per regolare i propri rapporti di debito-credito.

Dal punto di vista della funzione svolta, infatti, parrebbero non cogliersi differenze apprezzabili, al giorno d'oggi, tra moneta scritturale e moneta complementare (e valuta virtuale), tenuto anche conto che, come osservato dalla dottrina⁹⁷, nemmeno «al biglietto di banca è

⁹⁶ Sul tema v. G. LEMME, *Moneta scritturale*, cit., pp. 108 e ss.; S. SICA - P. STANZIONE - V. ZENO ZENCOVICH, *La moneta elettronica: profili giuridici e problematiche applicative*, Milano, 2006, p. 17 e 97; R. D'ORAZIO, *Il quadro giuridico della moneta elettronica*, in *Dir. Inf.*, 2004, p. 191; V. SANTORO, *Il diritto dei sistemi di pagamento*, Milano, 2007, p. 59; G. FINOCCHIARO, *Prime riflessioni sulla moneta elettronica*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1345; G. OLIVIERI, *Appunti sulla moneta elettronica. Brevi note in margine alla direttiva 2006/46; riguardante gli istituti di moneta elettronica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, p. 809. Il tema della moneta scritturale è stato ampiamente affrontato in dottrina; cfr. in materia G.F. CAMPOBASSO, *Bancogiro*, cit., *passim*; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bit-coin: miraggio monetario critto-anarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica* (II), 2015, fasc. 3, p. 415; G.B. BARILLÀ, *I servizi di pagamento «armonizzati» e l'addebito diretto nel panorama bancario italiano*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 331.

⁹⁷ Così V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, Milano, 1992, p. 96, il quale ricorda anche che il fenomeno della progressiva astrazione della moneta non è un fenomeno nuovo: la circostanza che le scritture in banco potessero stare in luogo del

inerente alcun valore intrinseco». Anche il denaro, come le valute scritturali e quelle complementari o virtuali, «così in senso economico come in senso giuridico, è piuttosto da considerare come misuratore di valore, un parametro esatto sulla base del quale indicare il valore di tutti gli altri beni»⁹⁸.

Se, dunque, moneta scritturale, complementare o virtuale rispondono alla medesima esigenza, il problema peculiare della moneta complementare o della valuta virtuale - che, a differenza di quella legale, non possono fare affidamento sul potere di solvibilità generalizzata che discende direttamente dalla legge - resta quello di verificare se la specifica valuta alternativa conferisca o meno una disponibilità giuridica apprezzabile in capo a chi la detiene⁹⁹. A tale scopo assume rilievo la dimensione del circuito al cui interno è accettata la moneta, dal momento che tale dato consente di cogliere il grado di spendibilità e affidabilità della stessa e, conseguentemente, permette di identificare in concreto quanto tali valute alternative possano essere assimilabili, sotto il profilo dei loro effetti materiali, almeno in un delimitato settore, alla moneta legale¹⁰⁰.

4. L'attribuzione di funzione solutoria a monete immateriali "alternative" è probabilmente da considerarsi un processo spontaneo, che trova terreno fertile nell'evoluzione tecnologica¹⁰¹ e, in certi periodi storici, nella difficoltà dei circuiti tradizionali di soddisfare le esigenze di soggetti *in deficit* di risorse finanziarie. Ciò detto, non pare prudente,

materiale trasferimento di pezzi monetari era, infatti, un dato socialmente incontestato nelle comunità dei mercanti.

⁹⁸ Così V. SANTORO, *op. ult. cit.*, p. 98.

⁹⁹ Così V. SANTORO, *op. ult. cit.*, p. 98.

¹⁰⁰ Per M. BAGELLA (*Note sulla evoluzione della moneta nell'economia contemporanea*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, giugno 2015, p. 14), il *bitcoin* «è una moneta immateriale che per diventare universalmente accettata richiederebbe evoluzioni politiche irte di mille difficoltà (...) il futuro monetario internazionale è perciò ancora da costruire, e come tale richiederà valutazioni e impegni che per ora non sembrano comparire nelle agende dei governi in posizione prioritaria».

¹⁰¹ Taluno ritiene (J.O. MCGINNIS - K. ROCHE, *Bitcoin: Order without Law in the Digital Age* in *Northwestern Public Law Research Paper*, n.17-06, 7 marzo 2017, in ssrn.com/abstract=2929133) che la crescita dell'ecosistema *bitcoin* e della sua struttura non basata sul riconoscimento legale possono contribuire a contrastare la sfiducia nei sistemi monetari tradizionali.

né efficiente, che tale processo possa svilupparsi in totale *deregulation*, in considerazione del fatto che *default* di sistemi di pagamento e di circuiti di credito alternativi sono comunque suscettibili di provocare, laddove non circoscritti, crisi di fiducia¹⁰² che potrebbero propagarsi, con effetti ben più nefasti, su altri operatori tradizionali e, nei casi più gravi, sul sistema finanziario nel suo complesso¹⁰³.

Il problema sopra accennato si inserisce, a ben vedere, nella più generale questione circa l'*an* ed il *quomodo* della regolazione del settore *FinTech*.

Con *FinTech* si fa riferimento alle applicazioni tecnologiche nell'offerta di servizi finanziari in grado di stravolgere l'attività degli intermediari¹⁰⁴.

La nozione di *FinTech* ricomprende più precisamente le innovazioni - osservabili nel settore finanziario in senso ampio, tra le quali, appunto, le criptovalute - «che sono rese possibili dall'impiego delle nuove tecnologie sia nell'offerta di servizi agli utenti finali sia nei "processi

¹⁰² Recentemente il Financial Stability Board (FSB, *To G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 13 marzo 2018, p. 2) ha rivisto la propria opinione iniziale circa il limitato rischio sistemico delle valute virtuali, evidenziando che l'espansione del loro utilizzo e la crescita delle interconnessioni con il sistema finanziario regolamentato potrebbe mettere in discussione la stabilità complessiva dei mercati a causa di negativi impatti sulla fiducia nel sistema finanziario. Per tale motivo il FSB si propone di identificare modelli per un monitoraggio rafforzato dei rischi di stabilità finanziaria causati dai *crypto-assets*.

¹⁰³ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Criptovalute: al di là del fenomeno alla moda*, Relazione economica annuale, 2018, sottolinea (p. 1) che «l'essenza della moneta "buona" è sempre stata la fiducia rispetto alla stabilità del suo valore» e che «affinché tale fiducia possa essere mantenuta, è necessario che la grande maggioranza della potenza computazionale sia controllata da operatori onesti della rete, che ogni singolo utente verifichi la storia delle transazioni, e che l'offerta della criptovaluta sia predeterminata dal suo protocollo». Analizzate le caratteristiche delle attuali criptovalute, lo studio conclude affermando che «la tecnologia decentralizzata delle criptovalute, sebbene sia sofisticata, rappresenta uno scadente sostituto del solido sostegno istituzionale della moneta».

¹⁰⁴ F. PANETTA, *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, Audizione alla Camera dei Deputati, Roma, 29 novembre 2017, p. 3.

produttivi” interni agli operatori finanziari nonché nel disegno di imprese-mercato (i c.d. *financial marketplace*)»¹⁰⁵.

Si è detto dunque, con efficace metafora, che *FinTech* siede all’incrocio tra servizi finanziari e mercato unico digitale¹⁰⁶.

A fronte di un primo approccio al tema *FinTech*, un po’ superficiale e opportunistico, che vedeva la deregolamentazione quale chiave per non frenare il processo di innovazione¹⁰⁷, le opinioni più recenti e accreditate oscillano tra il livellamento delle regole in base ai servizi prestati (indipendentemente dal tipo di fornitore e dalla tecnologia adottata)¹⁰⁸ e la personalizzazione degli strumenti regolatori tarata sulle diverse tipologie di business tecnologicamente *disruptive*.

Dato che il livellamento del terreno di gioco tende tradizionalmente ad essere operato “per eccesso”, gravando gli operatori innovativi che si affacciano sul mercato di fardelli regolamentari sovrabbondanti rispetto all’entità dell’attività svolta ed ai connessi rischi¹⁰⁹, sembrerebbe più efficiente disegnare misure di regolazione *ad hoc*, che concilino le esigenze concorrenziali con quelle di protezione dei consumatori¹¹⁰.

A ben vedere, quindi, anche per gli operatori *FinTech* si pone un problema applicativo del principio di proporzionalità, in una certa misura simile a quello che può osservarsi tra banche grandi e banche minori.

¹⁰⁵ C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale*, Consob, *Quaderni FinTech*, n. 1, marzo 2018, p. VIII.

¹⁰⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *FinTech Action plan*, cit., p. 2.

¹⁰⁷ CH. KOOPMAN, M. MITCHELL, A. THIERER, *The sharing economy: issues facing platforms, participants, and regulators*, Maggio 2016, p. 5 s., in www.mercatus.org

¹⁰⁸ ESMA, *Response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A more competitive and innovative financial sector*, giugno 2017, nn. 34 e 35.

¹⁰⁹ Cfr. CH. KOOPMAN, M. MITCHELL, E A. THIERER, *The Sharing Economy and Consumer Protection Regulation: The Case for Policy Change*, in *J. Bus. Entrepreneurship & L.*, 2015, 2, p. 544.

¹¹⁰ In argomento cfr. FEDERAL TRADE COMMISSION, *The “Sharing” Economy. Issues facing Platforms, Participants & Regulators*, Nov. 2016, p. 51 s. e L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in *Atti del Convegno I servizi di pagamento nell’era della digitalizzazione: innovazione tecnologica, esigenze della clientela e regolazione*, Taormina, 15 e 16 febbraio 2018 (in corso di pubblicazione).

La spinta più decisa in favore della proporzionalità per talune nuove attività, laddove esercitate da nuovi soggetti, sulla scia di quanto avvenuto in Italia per il *crowdfunding*¹¹¹, rischia però, se non accompagnata da una rivisitazione profonda del modello di regolazione e vigilanza, di creare un ingiusto vantaggio competitivo per gli operatori non tradizionali rispetto alle banche, gravate in linea di principio da oneri regolamentari “strutturali” maggiori¹¹².

¹¹¹ In Italia la Consob ha dettato una specifica regolamentazione dell'*equity crowdfunding* nel 2013 (*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, delibera 18592 del 26 giugno 2013, emanata in attuazione del decreto-legge 18 ottobre 2012 n. 179 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221, che ha introdotto gli artt. 50-quinquies e 100-ter del TUF; il Regolamento è stato successivamente modificato con delibere n. 19520 del 24 febbraio 2016, n. 20204 del 29 novembre 2017 e n. 20264 del 17 gennaio 2018), grazie alla quale sono stati disciplinati i gestori di portali on-line. In particolare, i portali on-line che si occupano di *equity crowdfunding* sono piattaforme vigilate dalla Consob che facilitano la raccolta del capitale di rischio delle start-up innovative. La gestione di portali è riservata a soggetti autorizzati dalla Consob e iscritti in un apposito registro tenuto dalla medesima Autorità, nonché a banche e imprese di investimento (SIM) già autorizzate alla prestazione di servizi di investimento (“gestori di diritto”). Ai gestori dei portali iscritti nel registro della Consob si applica una disciplina più “leggera” (tra l’altro, in ordine ai requisiti patrimoniali per l’iscrizione nel registro dei portali on-line) rispetto a quella dettata per gli intermediari tradizionali presso cui abitualmente i risparmiatori effettuano i propri investimenti. A fronte degli “sconti” sui controlli sono previsti limiti all’operatività dei gestori. In particolare, viene introdotto il divieto di detenere somme di danaro di pertinenza degli investitori, di eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali (da trasmettere esclusivamente a banche o SIM) e di svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori. A livello europeo, constatata l’attuale divergenza tra le scelte regolatorie adottate nei diversi Stati membri, laddove esistenti, la Commissione (*Proposal for a regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, COM(2018)113 del 8 marzo 2018) si è concentrata sulla necessità di prevedere un regime opzionale uniforme per le piattaforme di *crowdfunding* che intendano offrire i propri servizi nell’ambito del mercato unico. La proposta della Commissione prevede che il gestore autorizzato e vigilato dall’ESMA in conformità ai requisiti che verranno fissati dal regolatore europeo potrà operare nel paese di stabilimento così come negli altri Stati membri, in regime di mutuo riconoscimento. In argomento si veda E. MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione europea di un regolamento in materia di crowdfunding*, in *Diritto Bancario*, 12.3.2018 e U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell’investitore*, in *Riv. dir. civ.* (in corso di pubblicazione).

¹¹² Per questo motivo alcune banche hanno “esternalizzato” le attività tecnologicamente più innovative, con spin-off o partecipando a imprese start-up non

C'è il rischio, insomma, che la spinta alla personalizzazione delle regole a fronte di attività analoghe per oggetto, ma dissimili per tecnologia applicata e per caratteristiche dell'impresa, finisca per produrre un numero eccessivo di “statuti” speciali, nazionali ed europei (si pensi, ancora, all'approccio della Commissione sul *crowdfunding*), dei quali possano avvalersi solo i nuovi operatori. Ciò accrescerebbe le difficoltà degli intermediari finanziari nell'adottare, sviluppare ed innestare le nuove tecnologie nei business tradizionali¹¹³, con impatti negativi sulla competitività e sui profitti¹¹⁴.

Una possibile soluzione al dilemma potrebbe essere individuata nella sottoposizione degli operatori *FinTech* ad un modello di regolazione comune per tutti gli operatori finanziari, che consenta un'equilibrata applicazione del principio di proporzionalità, sia nella fase di regolazione che in quella di supervisione.

Per rispondere a tale esigenza, il modello dovrebbe essere costruito attorno al concetto di “rischio”, nelle sue varie accezioni: di credito, di mercato, operativo, di *compliance*, di *misconduct*, reputazionale, sistemico.

Rinviando ad altra sede per la trattazione in dettaglio del suddetto modello di regolazione, che definiremo “a matrice”, basti qui dire che esso è articolato su tre dimensioni - tipo di attività esercitata; prodotto; dimensione, nell'accezione di entità di attivo a rischio – che operano secondo una logica trasversale e condizionano l'attivazione dei vari strumenti di controllo. In breve, sono previsti “requisiti di base” (strutturali, prudenziali, di comportamento, di trasparenza) per l'accesso di qualunque operatore, *FinTech* o meno, al mercato finanziario, sulla base dell'attività esercitata, e requisiti aggiuntivi che sono richiesti ai soggetti autorizzati sulla base della complessità dei

finanziarie. Tale fenomeno è stato anche messo in luce dalla Financial Conduct Authority (cfr. FCA, *Regulatory sandbox lessons learned report*, October 2017, p. 9 ss.), laddove è stato osservato che la maggior parte dei casi di partecipazione ai *regulatory sandbox* ha visto l'applicazione delle nuove tecnologie a prodotti tradizionali, al fine di ridurre i costi operativi, piuttosto che la creazione di nuovi prodotti in senso proprio.

¹¹³ Cfr. EBA, *EBA Report on the Prudential Risks and Opportunities arising for Institutions from Fintech*, 3 luglio 2018.

¹¹⁴ Cfr. EBA, *EBA Report on the Impact of Fintech on Incumbent Credit Institutions' Business Models*, 3 luglio 2018, p. 35 ss.

prodotti emessi o dei servizi prestati e/o della dimensione degli attivi a rischio¹¹⁵.

Venendo al settore *FinTech*, i “requisiti di base” previsti dalla regolazione “per attività” andrebbero ad affiancare, se non a sostituire, *sand box*, *innovation hub* e *incubator*, rivelatisi fin qui difficili da gestire¹¹⁶, consentendo di porre su di un piano di equità concorrenziale soggetti *new comers* (es. *FinTech*) e *incumbents* (es. intermediari locali) ed evitando che i primi operino in un contesto deregolamentato, con ingiusti vantaggi competitivi rispetto agli operatori tradizionali, gravati a loro volta da costi regolamentari non adeguati all’effettiva dimensione e complessità della propria attività.

Per gli operatori *FinTech*, evidentemente, dovrebbe essere presa in considerazione una particolare accezione della complessità “per prodotto”, rappresentata dalla tecnologia utilizzata (si pensi, per fare un esempio, all’utilizzo degli algoritmi nell’attività di *trading* o nella valutazione del merito creditizio o dell’adeguatezza di una raccomandazione all’investimento). In particolare, l’utilizzo di tecnologie comportanti rischi elevati sul piano sistemico o in termini di protezione dei clienti dovrebbe comportare una vigilanza più stringente e requisiti aggiuntivi, per esempio sul piano patrimoniale, organizzativo e di regole di condotta.

¹¹⁵ Per ulteriori dettagli e considerazioni sul modello di regolazione “a matrice”, si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *One size fits all: il cannone e la mosca*, intervento al 4° Convegno associativo ADDE, *I luoghi dell’economia. Le dimensioni della sovranità*, Università Ca’ Foscari, Venezia, 29 e 30 novembre 2018 (in corso di pubblicazione).

¹¹⁶ Sulle criticità di tali iniziative v. da ultimo, EBA, ESMA, EIOPA, *Report. FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, Report JC 2018 74, 7 January 2019, p. 34 ss.

Le società di mutuo soccorso tra legge istitutiva, terzo settore e codice delle assicurazioni

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La riforma del terzo settore: cenni. - 3. La disciplina delle società di mutuo soccorso. - 4. (Segue) Le società di mutuo soccorso nel codice delle assicurazioni.

1. Premessa

Le società di mutuo soccorso¹, costituite verso la fine del XIX secolo dalle classi sociali meno abbienti con la finalità di sopperire alle esigenze e ai bisogni derivanti da malattie, infortuni, morte e disoccupazione, sono ancora oggi disciplinate dalla l. 15 aprile 1886 n. 3818 e sono state oggetto di un rinnovato interesse da parte del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. decreto Crescita *bis*)², che ne ha ribadito il ruolo fondamentale di attori della sanità integrativa; sono infine contemplate nella recente riforma del Terzo settore che, come è noto, ha preso avvio con la l. n. 106 del 2016 e ha annoverato le società di mutuo soccorso tra gli enti del Terzo settore (c.d. ETS).

E' opportuna, quindi, una preliminare digressione sulle recenti novità normative introdotte con riguardo al Terzo settore, novità dalle quali non si può prescindere per ricostruire la disciplina attualmente

¹ Sulle società di mutuo soccorso tra i molteplici contributi cfr: GOBBI, *Le società di mutuo soccorso*, Milano, 1909; AGOSTINI, *Natura e disciplina delle società di mutuo soccorso*, in *Riv. giur. lav.*, 1957, II, 505 ss.; VERRUCOLI, *Rassegna in tema di cooperative*, in *Riv. soc.*, 1958, 932; MARCHETTI, *Società di mutuo soccorso ed attività assicurativa*, in *Ass.*, 1969, I, 7 ss.; VOLPE PUTZOLU, *Società di mutuo soccorso e mutue assicuratrici*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, I, 368; BASSI, *Delle imprese cooperative e delle mutue assicuratrici*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1988; BONFANTE, *Delle imprese cooperative*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 1999, 174; MASTROIACOVO, *Assistenza sanitaria integrativa e le società di mutuo soccorso*, Quasar, Roma, 1999; LUCIANO, *Dalle società di mutuo soccorso alla mutualità. Risposte alla crisi del welfare*, Euricse Working Paper, n. 32, 2012, 2, la quale evidenzia che le società di mutuo soccorso hanno rappresentato una delle prime forme di solidarietà della classe lavoratrice - antielitarie, libere dal controllo statale e autogestite - istituite per affrontare le spese inerenti la malattia, i decessi e la disoccupazione.

² Il d.l. è stato convertito nella l. 17 dicembre 2012, n. 221.

applicabile alle società di mutuo soccorso quali soggetti capaci di sopperire in parte alla inefficienza del *welfare* nel campo dell'assistenza socio sanitaria.

2. La riforma del terzo settore: cenni

I recenti interventi normativi in materia di Terzo settore, come è noto, prendono le mosse dalla legge 6 giugno 2016, n. 106 contenente la delega al Governo ad adottare uno o più decreti legislativi in materia di riforma del Terzo settore. Tale espressione definisce il settore in oggetto in negativo ovvero come “Terzo” rispetto ai due settori tradizionali, ossia lo Stato e il Mercato³ Gli economisti identificavano il Terzo settore facendo ricorso all'espressione “economia sociale, solidale o associativa”; i sociologi, invece, ricorrevano alla locuzione “Terza dimensione, Terzo sistema o privato sociale”⁴. In senso critico

³ Etzioni, *The third Sector and Domestic Missions*, in *Public administration Review*, vol. 33, No. 4 (Jul. – Aug., 1973), 315 ss. in cui l'A. già da allora evidenziava che “il terzo settore potrebbe essere l'alternativa più importante per i prossimi decenni, non sostituendo il settore pubblico e quello privato, ma affiancandosi e bilanciando gli essenziali ruoli di quest'ultimi”. Cfr., anche, Costi, *Le linee portanti dell'ordinamento del terzo settore*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 20018, 18; Unicredit Foundation, *Ricerca sul valore economico del Terzo settore in Italia*, 2012, 9; Ceolin, *Il c.d. Codice del Terzo settore (d.l.gs. 3 luglio 2017, n. 117): un'occasione mancata?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1, 2018, 3 ss. Possiamo rintracciare siffatta locuzione in molteplici provvedimenti normativi quale l'art. 5 della l. n. 328 del 2000, rubricato “Ruolo del Terzo settore”, il quale pone gli ETS in una posizione centrale nel sistema integrato dei servizi sociali. Per un commento della norma con ampi riferimenti bibliografici in ordine alla tematica in oggetto cfr.: La Porta, *Art. 5 (Ruolo del terzo settore)*, in *Il sistema integrato dei servizi sociali. Commento alla legge n. 328 del 2000 e ai provvedimenti attuativi dopo la riforma del Titolo V della Costituzione*, a cura di Balboni, Bassano, Mattioni, Pastori, Milano, 2007, 167 ss.

⁴ Sul punto si richiamano le osservazioni di EMANUELE, *Il non profit strumento di sviluppo economico e sociale*, Roma, 2001, 12 il quale precisa che appare opportuno, anzi indispensabile, operare alcuni fondamentali chiarimenti in merito alla terminologia piuttosto varia utilizzata ogni qual volta si affronta il tema del terzo settore. Concetti quali economia sociale, terzo settore, associazionismo, volontariato, sono spesso utilizzati indifferentemente, a prescindere da un'analisi precisa, quasi come fossero perfettamente coincidenti, quindi sinonimi ed interscambiabili. Con specifico riferimento alla espressione “economia sociale” essa rappresenta l'ambito di operatività all'interno del quale il *non profit* può trovare gli strumenti e gli operatori capaci di sostenerne la crescita. Le principali componenti dell'economia sociale –

si è posto in luce che l'espressione "Terzo settore" sarebbe culturalmente ambigua nella misura in cui accredita l'idea che il complesso dei soggetti che ne fanno parte svolga un ruolo residuale e di supplenza: dove non può arrivare lo Stato e dove non ha convenienza ad operare l'impresa privata, si crea lo spazio per il Terzo settore. Come a dire che il fondamento di quest'ultimo sarebbe in un duplice fallimento: quello dello Stato e quello del contratto⁵. Altri, al contrario, hanno ricondotto la nascita e l'affermazione degli enti del Terzo settore proprio alla manifesta impossibilità del mercato da un lato e dell'apparato statale dall'altro di far fronte in maniera efficiente al soddisfacimento di alcuni bisogni espressi dalla collettività⁶. D'altro

continua l'A. - sono rappresentate dalle cooperative e dalle fondazioni, dalla Banca etica, dal commercio equo e solidale; quest'ultimi, considerati - al tempo in cui scriveva l'A. - forme innovative di espressione dell'economia sociale. Va tuttavia rilevato che il Parlamento europeo nella risoluzione del 19 febbraio 2009 ha evidenziato, da un lato, che l'economia sociale si è sviluppata attraverso forme imprenditoriali organizzative o giuridiche particolari come cooperative, mutue, associazioni, imprese, organizzazioni sociali e fondazioni nonché altre forme esistenti nei vari Stati membri; dall'altro, che sebbene l'economia sociale venga indicata con concetti non appartenenti alla cultura di tutti gli Stati membri (quali "economia solidale" e "terzo settore") è possibile rinvenire in tutta l'Unione europea attività simili contraddistinte dalle stesse caratteristiche.

⁵ In senso critico al ricorso a tale espressione si richiamano le osservazioni di ZAMAGNI, *Dal non profit all'economia sociale*, in AA. VV., *Le aziende non profit tra Stato e mercato*, Bologna, 1996, 207, il quale ritiene che essa sia teoricamente sbagliata perché lo Stato ed il mercato non sono settori; sia, inoltre, culturalmente ambigua perché accredita l'idea di residualità e di supplenza: dove non può arrivare lo Stato e dove non ha convenienza ad operare l'impresa privata, si crea lo spazio per il *non profit*. Come a dire che il fondamento del *non profit* sarebbe in un duplice fallimento: quello dello Stato e quello del contratto, come appunto la letteratura economica anglosassone da tempo va teorizzando. Per una ricostruzione del dibattito cfr.: LA PORTA, *Art. 5 (Ruolo del terzo settore)*, in *Il sistema integrato dei servizi sociali. Commento alla legge n. 328 del 2000 e ai provvedimenti attuativi dopo la riforma del Titolo V della Costituzione*, cit., 172 ss.; RIVETTI, *Enti senza scopo di lucro. Terzo settore e impresa sociale. Profili di specialità tributaria tra attività no profit o for profit*, Milano, 2017, 24 ss.

⁶ EMANUELE, *Il non profit strumento di sviluppo economico e sociale*, cit., 20, il quale precisa che è però estremamente semplicistico e riduttivo attribuire al comparto del *non profit* un ruolo residuale e sussidiario acquisito soltanto a causa dei fallimenti dello Stato e/o del mercato. Occorre infatti considerare l'imprescindibile funzione sociale svolta da tali organismi, funzione attivata sulla spinta di motivazioni estranee

canto gli enti del Terzo settore operano in taluni ambiti – quali l’area dei servizi alla persona – non sempre reputati dalle imprese meritevoli di attenzione, in quanto non consentono di raggiungere significativi profitti e nei quali lo Stato ha evidenziato oggettive difficoltà di intervento⁷.

Il fenomeno è noto anche con l’espressione di derivazione anglosassone “enti no profit” (ovvero “non profit” o “not for profit”) nella quale si è inteso ricomprendere – con l’intento di evidenziare i profili di economicità dell’operato – tutti quei soggetti che operano senza avere per fine primario il conseguimento del profitto e le cui attività, anche se svolte con metodo economico, hanno come caratteristica il vincolo di non distribuzione degli utili ai propri soci, ossia l’assenza del lucro soggettivo (nel diritto anglosassone la c.d. *non distribution constraint*)⁸. L’assenza di scopo di lucro in senso soggettivo costituisce non solo il presupposto fondamentale per qualificare un’attività *no profit* ma, soprattutto, la condizione necessaria

al profitto, ma strettamente collegate all’esigenza di soddisfare bisogni e diritti meritevoli di tutela.

⁷ RIVETTI, *Enti senza scopo di lucro. Terzo settore e impresa sociale. Profili di specialità tributaria tra attività no profit o for profit*, cit., 25.

⁸ Sul punto si richiamano le osservazioni di ZOPPINI, *Enti non profit ed enti for profit: quale rapporto*, in *Terzo settore e nuove categorie giuridiche: le organizzazioni non lucrative di utilità sociale*, a cura di BRUSCUGLIA e ROSSI, Milano, 2000, 158, il quale evidenzia che nell’impianto ideale del codice civile, così come disegnato dal legislatore del ‘42, un problema di sovrapposizione e di concorrenza tra enti lucrativi ed enti non lucrativi non si poneva neanche; com’è evidente nei progetti del codice, la distinzione tra libri primo e quinto coincideva con la distinzione tra enti commerciali ed enti non commerciali. Questa concezione è oggi definitivamente tramontata, e l’esercizio dell’impresa da parte d’una associazione o d’una fondazione appare alla dottrina così come alla giurisprudenza pratica un dato ormai scontato (...). In tal senso v.: PONZANELLI, *La non profit organizations dell’esperienza statunitense*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 61. Più recentemente: FICI, *Introduzione: La riforma come opportunità per il terzo settore*, in *La riforma del terzo settore e dell’impresa sociale. Una introduzione*, a cura di Fici, Napoli, 2018, 15 secondo cui la riforma del terzo settore mostra chiaramente che i confini tra enti del primo libro ed enti del quinto libro del codice civile sono saltati; assieme ad altre recenti discipline (come quella sulle società benefit), conferma che le strutture organizzative del quinto libro possono essere impiegate per le più svariate finalità e quelle del primo libro per diverse attività (...). Cfr., altresì, CONSORTI, *Definizione giuridica e disciplina comune del Terzo settore*, in *Diritto del terzo settore*, a cura di Consorti, Gori, Rossi, Bologna, 2018, 63 ss.

affinché gli enti *non profit* possano beneficiare di una molteplicità di incentivi fiscali contemplati da una copiosa legislazione speciale⁹ che ha finito per dar vita, come efficacemente osservato, ad una sorta di “groviglio di leggi speciali”.¹⁰

Gli economisti, specialmente gli studiosi del mercato e delle tecniche aziendali, hanno intuito le potenzialità economiche del Terzo Settore¹¹ e anche il Parlamento Europeo¹² ha evidenziato il ruolo fondamentale dell'economia sociale, la quale, coniugando la redditività con la solidarietà, ha incentivato la creazione di posti di lavoro di qualità e ha rafforzato la coesione sociale, economica e territoriale, contribuendo in tal modo ad una visione del sistema economico-sociale che pone in primo piano le persone e nella quale gli individui sono più importanti del capitale¹³.

Non si è mancato di sottolineare che una visione prevalentemente economica del *non profit* rischia di offuscare le origini ideali, lo scopo di solidarietà e la gratuità che originariamente hanno caratterizzato l'azione degli enti del Terzo settore¹⁴: caratteri questi che emergono anche dalla definizione datane dal legislatore italiano nell'art. 1 della l. n. 106 del 2016.

Il dato normativo nel definire il Terzo settore valorizza infatti sia l'aspetto oggettivo che quello soggettivo-teleologico ricomprendendo in esso il complesso di enti privati costituiti per il perseguimento, senza

⁹ Tra la fine degli anni 80 e gli anni 90 si sono succedute molteplici leggi che hanno disciplinato l'esercizio di attività di utilità sociale da parte di enti *non profit*: le organizzazioni non governative (l. 49/1987), le fondazioni bancarie (L. 218/1990), le organizzazioni di volontariato (l. 266/91), le cooperative sociali (l. 381/91), le associazioni sportive dilettantistiche (l. n. 398/1991), le fondazioni musicali (d.lgs. 367/1996), le Onlus (d.lgs. 460/1997), le associazioni di promozione sociale (l. 383/2000), le imprese sociali (d.lgs. 155/2006) e finanche le *start up* innovative a vocazione sociale (l. 221/2012).

¹⁰ DE GIORGI, *Il nuovo diritto degli enti senza scopo di lucro: dalla povertà delle forme codicistiche al groviglio delle leggi speciali*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 287 ss.

¹¹ CONSORTI, *Definizione giuridica e disciplina comune del Terzo settore*, in *Diritto del terzo settore*, cit., 63.

¹² Risoluzione del Parlamento Europeo del 19 febbraio 2009, cit.

¹³ Per una rassegna dei molteplici modelli nazionali del Terzo settore in Europa si rinvia a GIUDETTI, *L'Europa e il terzo settore*, in *La riforma del terzo settore e dell'impresa sociale*, a cura di FICI, Napoli, 2018, 479 ss.

¹⁴ CONSORTI, *Definizione giuridica e disciplina comune del Terzo settore*, in *Diritto del terzo settore*, cit., 63.

scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale e che, in attuazione del principio di sussidiarietà e in coerenza con i rispettivi statuti o atti costitutivi, promuovono e realizzano attività di interesse generale mediante forme di azione volontaria e gratuita o di mutualità o di produzione e scambio di beni e servizi.

Tale ampia definizione - come peraltro si evince dai lavori preparatori al testo di legge - è apparsa la pre-condizione logica e giuridica per procedere al riordino e alla revisione organica della materia fin a quel momento contenuta in un variegato assetto di discipline legislative disorganiche e frammentate con conseguenti problemi di armonizzazione¹⁵: revisione che è stata demandata al governo mediante un intervento sistematico inteso “non solo a raccogliere e riordinare la disciplina esistente ma, altresì, ad innovarla modificandola quando necessario (ovvero quando ritenuto opportuno)”¹⁶.

Ciò posto, il Terzo settore rappresenta oggi un coacervo eterogeneo di fattispecie che si colloca tra lo Stato e il mercato, tra la finanza e l’etica, tra l’impresa e la cooperazione, tra l’economia e l’ecologia, che dà forma e sostanza ai principi costituzionali della solidarietà e della sussidiarietà; infine, alimenta quei beni relazionali che, soprattutto nei momenti di crisi, sostengono la coesione sociale e contrastano le tendenze verso la frammentazione e disgregazione del senso di appartenenza alla comunità nazionale¹⁷.

Gli obiettivi perseguiti con la riforma del settore sono molteplici. In primo luogo si è inteso delineare un modello di *welfare* partecipativo, ossia elaborare modalità di organizzazione ed erogazione dei servizi del *welfare* aperte alla partecipazione dei singoli, dei corpi intermedi e degli enti del terzo settore, allo scopo di ricomporre il rapporto tra Stato e

¹⁵ Agenzia delle Entrate, Audizione Camera dei Deputati, *Esame dei progetti di legge recanti Delega al Governo per la riforma del Terzo settore*, 13 novembre 2014, 4.

¹⁶ Sul punto: ROSSI e GORI, Camera dei Deputati, Audizione, 10 novembre 2014 (Istituto Dirpolis – Scuola Superiore Sant’Anna), Pisa, 5. Gli Autori evidenziano che la definizione di Terzo settore esprime una certa indifferenza per la forma giuridica assunta dagli enti, e che punta tutto, da un lato, sull’assenza di scopo di lucro (fatto salvo, però, quanto previsto per l’impresa sociale) e, dall’altro, sull’attività svolta che deve rivestire alcune caratteristiche, invero, giuridicamente difficilmente apprezzabili.

¹⁷ Linee Guida per la Riforma del Terzo settore, 14 maggio 2014, 1.

cittadini, tra pubblico e privato, secondo principi di equità, efficienza e solidarietà sociale. In secondo luogo, valorizzare la potenziale crescita di occupazione insita nell'economia sociale, di cui l'attività svolta dal Terzo settore è una delle più significative espressioni, atteso anche lo sviluppo che ha contraddistinto quest'ultimo negli ultimi anni nonostante il permanere della crisi economica e finanziaria, in linea peraltro con quanto accaduto nel contesto europeo¹⁸. Ulteriore obiettivo della riforma è di premiare in modo sistematico con adeguati incentivi e strumenti di sostegno tutti i comportamenti di solidarietà dei cittadini e delle imprese, finalizzati a generare coesione e responsabilità sociale.

La riforma del Terzo settore si inquadra dunque nell'ambito del "secondo" *welfare* intendendosi con tale espressione il complesso di nuove forme di protezione e di investimento sociale che s'innesta sul pilastro del «primo» *welfare*, ossia quello edificato dallo Stato nel corso del Novecento (1945-1975)¹⁹; esso consta di nuovi modelli organizzativi, gestionali e finanziari non riconducibili allo Stato e agli altri enti territoriali, in cui operano, in ambiti ancora inesplorati dal sistema pubblico, una molteplicità di attori economici e sociali, collegati in reti, dotati di un robusto ancoraggio territoriale. Di tale realtà, come si avrà modo di precisare, costituiscono un esempio

¹⁸ Sul punto si riportano le osservazioni contenute nelle già citate linee guida: "Esiste (...) un tesoro inestimabile, ancora non del tutto esplorato, di risorse umane, finanziarie e relazionali presenti nei tessuti comunitari delle realtà territoriali che un serio riordino del quadro regolatorio e di sostegno può liberare in tempi brevi a beneficio di tutta la collettività, per rispondere agli attuali bisogni del secondo *welfare* e generare nuove opportunità di lavoro e di crescita professionale". Il Terzo settore italiano rappresenta un segmento della nostra economia molto spesso sottovalutato ma che, negli ultimi anni, è andato acquisendo un peso sempre maggiore, fino a valere oggi il 4,3 per cento del PIL. Le organizzazioni del Terzo settore (OTS), nonostante le recenti difficoltà legate alla crisi economica, hanno generalmente aumentato il volume delle attività svolte, mantenuto un buon equilibrio economico e patrimoniale, dimostrato una spiccata propensione per l'innovazione sociale e creato – oltre che salvaguardato – occupazione e lavoro. Sul punto: BANDERA, *La finanza sociale come leva di sviluppo e innovazione*, in MAINO E FERRERA (a cura di), *Primo rapporto su secondo welfare in Italia*, Torino, 2013, 217. Cfr., altresì, i dati riportati da Unicredit Foundation, *Ricerca sul valore economico del Terzo settore in Italia*, 2012.

¹⁹ MAINO E FERRERA (a cura di), *Primo rapporto su secondo welfare in Italia*, cit., 9.

significativo, appunto, taluni soggetti che operano nell'ambito della assistenza sanitaria e, segnatamente, le società di mutuo soccorso²⁰.

3. *La disciplina delle società di mutuo soccorso*

Passando alla disciplina delle società di mutuo soccorso, come è già stato evidenziato in premessa, negli ultimi anni tali enti sono stati oggetto di un rinnovato interesse da parte del legislatore, il quale, con il già citato d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, ha modificato in modo sostanziale l'impianto originario della l. n. 3818 del 1886. Tale riforma, infatti, ha previsto l'obbligo in capo ai soggetti in esame di iscriversi nel registro delle imprese, nella sezione riservata alle imprese sociali; ha istituito un'apposita sezione dell'albo delle società cooperative, in cui le società di mutuo soccorso sono automaticamente iscritte, sottoponendole alla vigilanza del Ministero dello Sviluppo economico e delle associazioni nazionali di rappresentanza, assistenza e tutela del movimento cooperativo; ha previsto la possibilità per tali enti di avvalersi di soci sostenitori, i quali possono essere anche persone giuridiche e possono designare sino ad un terzo del totale degli amministratori, da scegliersi tra i soci ordinari.

Ma vi è di più. Le novità più significative introdotte dal d.l. n. 179 del 2012 attengono alla sostituzione dei vecchi settori con altri e definiti ambiti in cui ora le società di mutuo soccorso sono chiamate ad operare²¹.

²⁰ Si richiamano le osservazioni di MAINO e FERRERA (a cura di), *ult. op. cit.*, 10 ss., in cui si evidenzia che il settore forse più emblematico in cui si sono già sviluppate in Europa molte forme di secondo *welfare* è quello dei servizi alle persone. A seguito dell'aumento della popolazione anziana e dell'occupazione femminile, è rapidamente cresciuto in molti paesi un nuovo «terziario sociale» per soddisfare bisogni e domande non coperte dal primo *welfare* nel campo della salute, dell'assistenza, dell'istruzione, delle attività culturali, ricreative e, più in generale, della «facilitazione della vita quotidiana». I soggetti che operano in questi campi variano dalle micro-imprese giovanili alle emergenti multinazionali dei servizi, pronte a investire capitali (due terzi degli asili olandesi sono oggi gestiti da una grande società inglese). Un ruolo di primo piano è svolto dagli enti filantropici e dalle fondazioni *non profit*, che non solo forniscono risorse, ma fungono da motore propulsivo in termini di organizzazione, *networking*, sperimentazione. In Francia e Gran Bretagna gli addetti del terziario sociale sono stimabili in quasi 5 milioni di unità, in Italia sono meno di 3.

²¹ La l. n. 3818 del 1886 nella sua versione originaria individuava gli ambiti in cui alle società di mutuo soccorso era consentito operare: assicurare ai soci un sussidio

Il novellato art. 1 della l. n. 3818 del 1886, infatti, dopo aver sancito che le società di mutuo soccorso non perseguono finalità di lucro, precisa che esse possono erogare, esclusivamente in favore dei soci e dei loro familiari, prestazioni socio-sanitarie nei casi di infortunio, malattia e invalidità al lavoro, inabilità temporanea o permanente e sussidi in caso di spese sanitarie sostenute dai soci per la diagnosi e la cura delle malattie e degli infortuni. Siffatte prestazioni possono essere effettuate dalle società di mutuo soccorso anche attraverso l'istituzione o la gestione dei fondi sanitari integrativi. In altri termini, secondo la nuova previsione normativa, esse non devono necessariamente operare nell'ambito della sanità integrativa per svolgere le attività sopraenunciate ma possono scegliere, quando effettuano tali prestazioni, se operare in qualità di soggetti istitutivi o gestori di fondi sanitari integrativi oppure in qualità di enti che erogano prestazioni economiche o di assistenza sanitaria.

Le società di mutuo soccorso, inoltre, sono legittimate ad erogare prestazioni - non strettamente sanitarie - riconducibili genericamente ai servizi socio assistenziali, ovvero i servizi di assistenza familiare o l'erogazione di contributi economici ai familiari dei soci deceduti e l'erogazione di contributi economici e di servizi di assistenza ai soci che si trovino in condizione di gravissimo disagio economico a seguito dell'improvvisa perdita di fonti reddituali personali e familiari e in assenza di provvidenze pubbliche.

E' consentito, infine, a tale enti operare in settori più affini a quelli in cui erano soliti agire in conformità alla originaria formulazione della legge, ovvero nella promozione di attività di carattere educativo e culturale finalizzate alla prevenzione sanitaria e alla diffusione dei valori mutualistici.

La riforma legislativa precisa che le società di mutuo soccorso non possono operare in ambiti diversi da quelli ora delineati e non possano esercitare attività di impresa, nel senso che ad esse non è precluso tanto operare con i noti criteri di professionalità, economicità e organizzazione al fine della produzione e dello scambio di beni e

nei casi di malattia, d'impotenza al lavoro o di vecchiaia; venire in aiuto alle famiglie dei soci defunti. Esse, inoltre, potevano cooperare all'educazione dei soci e delle loro famiglie; dare aiuto ai soci per l'acquisto degli attrezzi del loro mestiere, ed esercitare altri uffici propri delle istituzioni di previdenza economica.

servizi²², quanto piuttosto instaurare rapporti e scambi con il mercato, ossia con i non soci²³. E' infatti la stessa lettera dell'art. 1 della citata l. n. 3818 a stabilire che le società di mutuo soccorso non hanno finalità di lucro ma perseguono finalità di interesse generale, sulla base del principio costituzionale di sussidiarietà, attraverso l'esclusivo

²² Sul punto si richiamano le considerazioni di BUONOCORE, *Può esistere una impresa sociale?*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 837 e s., sull'impresa sociale. L'A., in occasione dell'entrata in vigore della disciplina legislativa sull'impresa sociale introdotta dal d.lgs. n. 155 del 2006 (ora abrogato, come si vedrà in prosieguo, dal d.lgs. 112 del 2017), pur premettendo che “non è sostenibile parlare di impresa sociale allo stesso modo in cui si parla di impresa *tout court*”, tuttavia ammette che “sia giunto il tempo di abbandonare l'atteggiamento mentale di chi collega l'impresa solo ad attività speculativa nel senso deteriore del termine e che occorre pensare all'impresa se non proprio alla stregua di una mera struttura, sia pure dalle caratteristiche ben individuate, per lo meno come modo di esercizio dell'attività attraverso il quale ci si proponga a tutti i costi un fine meramente speculativo, essendo sufficiente una gestione ispirata a principi di economicità e produttività, ed escludendo, perciò, solo una gestione che eroghi beni e servizi gratuitamente o a prezzi chiaramente inferiori a quelli del costo di produzione degli uni e degli altri”. Cfr, altresì, MARASÀ, *Impresa, scopo di lucro ed economicità*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2014, 37, il quale ritiene che “ove si accogliesse il postulato che le fattispecie così dell'impresa in generale come dell'impresa commerciale devono essere depurate da ogni riferimento allo scopo lucrativo del soggetto, dovendosi accertare soltanto l'oggettiva economicità del metodo adottato – da intendere come programmazione idonea ad assicurare il pareggio – allora possono ricondursi alla fattispecie generale dell'art. 2082 c.c. e, concorrendo gli ulteriori presupposti dell'art. 2195 c.c., alla sottospecie dell'impresa commerciale, sia le attività produttive a fine di lucro sia quelle a fini mutualistici sia quelle a fini sociali”. Sul criterio della economicità v.: LOFFREDO, *Economicità ed impresa*, Torino, 1999.

²³ Con riguardo a tale aspetto cfr.: BONFANTE, *La riforma delle società di mutuo soccorso e la vigilanza delle società cooperative*, in *Società*, 2013, 7, il quale evidenzia che il divieto per le società di mutuo soccorso di esercizio dell'attività di impresa costituisce l'aspetto più infelice e contraddittorio della riforma. Infatti, da un lato, con la previsione dell'obbligo in capo a tali enti mutualistici di iscrizione nel registro delle imprese si allarga giustamente l'attività imponendo di fatto, almeno in certi casi, l'esistenza di una organizzazione imprenditoriale, dall'altro, tuttavia, si specifica che le società di mutuo soccorso non possono svolgere attività di impresa. Secondo l'A. è evidente che, con riguardo alla definizione di imprenditore di cui all'art. 2082 c.c., si intendeva far riferimento all'assenza di rapporti e di scambi con il mercato ossia con i non soci, ma questa precisazione in futuro potrebbe non bastare se anche nel nostro ordinamento, sulla scia degli orientamenti comunitari, prendesse piede la concezione di impresa come sinonimo di attività economica.

svolgimento in favore dei soci e dei loro familiari conviventi delle attività cui sono preposte.

Più recentemente, con la citata legge delega 106 del 2016 e con il successivo d.lgs. 117 del 2017 (c.d. Codice del Terzo settore), il legislatore ha confermato tale impostazione annoverando le società di mutuo soccorso – che per il resto reputiamo continuino ad essere regolate dalla l. n. 3818 del 1886 come modificata dal d.l. n. 179 del 2012²⁴ – tra gli enti del Terzo settore²⁵ che, se si eccettuano le imprese sociali, sono infatti caratterizzati da non lucratività nel senso già indicato di assenza del c.d. lucro soggettivo²⁶.

Quanto alle imprese sociali – qualifica che non può essere assunta dalle società di mutuo soccorso²⁷ – è appena il caso di aggiungere che la relativa disciplina, originariamente contenuta nel d.lgs. n. 155 del

²⁴In tal senso: CONSORTI, *I soggetti del Terzo settore*, in *Diritto del terzo settore*, cit., 97.

²⁵Il d.lgs. n. 117 del 2017, c.d. Codice del Terzo settore, consta di XII Titoli e 104 articoli e rappresenta uno dei principali interventi attuativi dell'obiettivo di riordino e revisione organica del Terzo settore perseguito con la legge delega n. 106: esso, all'art. 4, introduce una categoria generale di enti del Terzo settore all'interno della quale rientrano soggetti che in passato erano già stati oggetto di discipline normative speciali quali le imprese sociali, le società di mutuo soccorso e le cooperative; a questi si aggiungono gli enti filantropici e le reti associative che non avevano trovato una specifica regolamentazione. L'elencazione di tali soggetti si chiude con una formula residuale di carattere generale che ricomprende all'interno della categoria tutti quei soggetti di natura privata diversi dalle società che operano senza scopo di lucro e svolgono attività di interesse generale in forma di azione volontaria o di erogazione gratuita di danaro, beni o servizi, o di mutualità o di produzione di scambio di beni o servizi; il successivo art. 5 consente, pertanto, di aggiornare con d.PCM l'elenco delle attività di interesse generale.

²⁶RACUGNO, *Dagli enti del terzo settore alle società di mutuo soccorso. Sanità integrativa e metodo economico*, in *Il nuovo dir. delle società*, 10, 2018, 1431 ss.; FICI, *Fonti della disciplina, nozione e governance degli Enti del Terzo settore*, in *La riforma del terzo settore e dell'impresa sociale. Una introduzione*, cit., 90, spec. nt. 22, il quale precisa che solo nelle imprese sociali è ammessa una parziale lucratività soggettiva, cioè la possibilità di distribuire, entro determinati limiti, oggettivi e soggettivi, dividendi ai soci. Con riguardo alla *governance* degli Enti del terzo settore v.: TOLA, *La governance degli enti del terzo settore*, in *Riv. soc.*, in corso di pubblicazione, dattiloscritto consultato per gentile concessione dell'A.

²⁷MARASÀ, *Appunti sui requisiti di qualificazione degli enti del terzo settore: attività, finalità. Forme organizzative e pubblicità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 3, 2018, 674, nt. 4; LUCARINI, *Le società di mutuo soccorso nella legge di riforma del Terzo settore*, in *Non profit*, 2017, 248.

2006, è stata oggetto di riordino e revisione ad opera della già citata l. 106 del 2016. In attuazione della delega contenuta in siffatto provvedimento, è stato emanato il d.lgs. 112 del 2017, il quale ha abrogato, all'art. 19, il d.lgs. n. 155 del 2006, e ha ridisegnato la disciplina della impresa sociale. Quest'ultima, pur rientrando nella categoria degli enti del Terzo settore, è stata oggetto di una regolamentazione specifica, non coincidente con quella generale dettata dal Codice del terzo settore²⁸. Più precisamente, sulla base del nuovo assetto normativo, le imprese sociali possono destinare eventuali utili ed avanzi di gestione allo svolgimento dell'attività statutaria o ad incremento del patrimonio (art. 3, comma 1); possono, inoltre, se costituite nelle forme di cui al libro V del codice civile, destinare una quota inferiore al cinquanta per cento degli utili e degli avanzi di gestione annuali (dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti) alla distribuzione di dividendi ai soci nel limite dell'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato (art. 3, comma 3, lett. b). Ne deriva che in base a quest'ultimo inciso le imprese sociali societarie possono remunerare il capitale sociale entro certi limiti soggettivi ed oggettivi²⁹, con la conseguenza che in tali enti, differentemente dagli altri del Terzo settore di cui al d.lgs. n. 117 del

²⁸ Sui rapporti tra la fattispecie generale di ente del terzo settore e le particolari categorie di enti del terzo settore si rimanda a FICI, *Fonti della disciplina, nozione e governance degli enti del terzo settore*, cit., 83 ss.

²⁹ Nello specifico, l'art. 3, comma 3 del d.lgs. n. 117 del 2017 stabilisce che l'impresa sociale può destinare una quota inferiore al cinquanta per cento degli utili e degli avanzi di gestione annuali, dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti:

a) se costituita nelle forme di cui al libro V del codice civile, ad aumento gratuito del capitale sociale sottoscritto e versato dai soci, nei limiti delle variazioni dell'indice nazionale generale annuo dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e di impiegati, calcolate dall'Istituto nazionale di statistica (ISTAT) per il periodo corrispondente a quello dell'esercizio sociale in cui gli utili e gli avanzi di gestione sono stati prodotti, oppure alla distribuzione, anche mediante aumento gratuito del capitale sociale o l'emissione di strumenti finanziari, di dividendi ai soci, in misura comunque non superiore all'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato;

b) a erogazioni gratuite in favore di enti del Terzo settore diversi dalle imprese sociali, che non siano fondatori, associati, soci dell'impresa sociale o società da questa controllate, finalizzate alla promozione di specifici progetti di utilità sociale.

2017, comprese le società di mutuo soccorso, l'assenza dello scopo di lucro soggettivo non è totale³⁰.

Tornando alle società di mutuo soccorso, va precisato che l'art. 5, lett. j) della legge delega n. 106 del 2016 ha previsto un regime transitorio per le società già esistenti alla data di entrata in vigore della l. n. 3818 del 1886 che intendano rinunciare alla veste di società di mutuo soccorso oggetto dell'intervento riformatore per continuare ad operare quali associazioni senza fini di lucro. Tale regime transitorio è stato definito con particolare riguardo alle condizioni per mantenere il possesso del loro patrimonio, che deve essere comunque volto al raggiungimento di finalità solidaristiche. In attuazione di tale delega, il Codice del terzo settore, all'art. 43, consente alla società di mutuo soccorso che nel prossimo triennio volessero trasformarsi in associazioni del Terzo settore o in Associazioni di promozione sociale di mantenere il loro patrimonio in deroga a quanto contemplato dall'art. 8, comma 3, della legge del 1886 così come modificata dal d.l. del 2012. Il successivo art. 44, comma 2, inoltre precisa che se le società di mutuo soccorso hanno un patrimonio inferiore ai 50.000 euro e non gestiscono fondi sanitari integrativi, non sono assoggettate all'obbligo di iscriversi nella sezione imprese sociali presso il registro delle imprese ma devono iscriversi nell'apposita sezione del registro unico del terzo settore (c.d. Runts)³¹.

³⁰ Sul punto v: MARASÀ, *Appunti sui requisiti di qualificazione degli enti del terzo settore: attività, finalità. Forme organizzative e pubblicità*, cit., 677 e s. il quale evidenzia che nella disciplina dell'impresa sociale – diversamente da quanto si è constatato essere previsto per gli altri ETS – le finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale non sono imposte *in via esclusiva*, (corsivo dell'A.) confermandosi così che esse si risolvono sostanzialmente nell'esclusione (o compressione) del fine di lucro c.d. soggettivo e nella devoluzione altruistica (o parzialmente altruistica) del patrimonio residuo. Cfr., altresì, FICI, *Fonti della disciplina, nozione e governance degli enti del terzo settore*, cit., 100 e s. il quale osserva che consentendo alle sole imprese sociali il perseguimento dello scopo di lucro alle condizioni stabilite dall'art. 3 del d.lgs. 112 del 2017, il legislatore è voluto giungere ad un compromesso tra i benefici intrinseci nell'assenza di scopo di lucro e la necessità di dotare un ETS (necessariamente e tipicamente) imprenditoriale, come l'impresa sociale, di un necessario strumento di finanziamento, qual è il capitale di rischio.

³¹ E' ipotizzabile che le suddette previsioni siano dedicate a quelle società di mutuo soccorso che, all'indomani della riforma del 2012 (art. 23 del d.l. n. 179 del 2012), operavano in qualità di enti di piccole dimensioni esercenti attività meramente erogativa di servizi che intendessero operare con uno schema dell'associazione senza

4. (Segue) *Le società di mutuo soccorso nel codice delle assicurazioni.*

Vanno infine richiamate le norme del codice delle assicurazioni dedicate alle società di mutuo soccorso. L'art. 345 cod. ass. annovera gli enti in esame tra i soggetti esonerati dalla disciplina assicurativa, facendo salva l'ipotesi in cui si impegnino a pagare agli iscritti somme di danaro sotto forma di capitali o di rendite complessivamente superiori a centomila euro; in tale ipotesi esse sono sottoposte alle disposizioni del titolo IV, ossia alla disciplina di particolari mutue assicuratrici³². Inoltre, qualora stipulino contratti di assicurazione per conto dei loro iscritti, sono assoggettate alle regole di comportamento dettate dal Titolo IX, capo III, cod. ass. per gli intermediari assicurativi nonché alle norme relative ai contratti di assicurazione di cui al Titolo XII del medesimo codice.

La suindicata disciplina legislativa è quindi chiara nel non precludere, in assoluto, alle società di mutuo soccorso l'esercizio dell'attività assicurativa, purché entro determinati limiti di natura quantitativa; è peraltro chiara anche nell'identificare le conseguenze del superamento di siffatti limiti, ovvero il loro assoggettamento alla disciplina delle particolari mutue assicuratrici con le quali gli enti in esame presentano maggiori profili di contiguità³³.

procedere all'iscrizione nel registro delle imprese, scelta che avrebbe comportato la perdita della loro natura di società di mutuo soccorso, la cessazione della loro esistenza o, in alternativa, la trasformazione in altri enti con conseguente devoluzione ad altre società di mutuo soccorso ovvero ad uno dei Fondi mutualistici o al corrispondente capitolo di bilancio dello Stato ai sensi degli articoli 11 e 20 della l. n. 59 del 1992.

³² Sul punto cfr.: DE LUCA, *Le particolari mutue assicuratrici (artt. 52-56)*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, a cura di Amoroso e Desiderio, Milano, 2006, 191 ss.

³³ Le società di mutuo soccorso sono state oggetto di un dibattito, peraltro non interamente sopito, riguardante la loro natura giuridica. Relativamente a quest'ultima, possono individuarsi tre fondamentali filoni che riconducono gli enti in esame rispettivamente alle associazioni, alle società cooperative e alle mutue assicuratrici. I sostenitori della natura associativa delle società di mutuo soccorso (RUBINO, *Le associazioni non riconosciute*, 1952, Milano, 19; BASSI, *Delle imprese cooperative e delle mutue assicuratrici*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1988, p. 201; VERRUCOLI, *Rassegna in tema di cooperative*, cit., p. 932. In giurisprudenza, cfr.: Cass. 2 ottobre 2000, n. 12992, per un'analisi critica della quale v. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, 1, Padova, 2012, 124) fanno principale leva sulla circostanza che

Alla luce di quanto esposto, emerge che le società di mutuo soccorso ancora oggi possano suscitare alcune preoccupazioni allorquando assumano rischi assicurativi in quanto non soggiacciono ai vincoli ben più significativi dettati per le compagnie di assicurazione dalle norme sull'esercizio della impresa di assicurazione³⁴.

tali enti non esercitano un'attività imprenditoriale. Altra parte della dottrina (BONFANTE, *Delle imprese cooperative*, Bologna, 1999, p. 174) e della giurisprudenza (Cass. 16 luglio 1968, n. 2570 in *Foro. it.*, 1969, I, 106; Trib. Udine 2 maggio 1985, in *Società*, 1985, 1309) ha ricondotto gli enti in esame alla società cooperativa, sul presupposto che quest'ultima è storicamente germinata dal mutuo soccorso e che molte società di mutuo soccorso hanno adottato la forma della società cooperativa. Le società di mutuo soccorso sono state, infine, ricondotte da altro orientamento (VOLPE PUTZOLU, *Società di mutuo soccorso e mutue assicuratrici*, cit., 368, spec. 392 ss.; ROCCO, *Mutuo soccorso*, in *Novissimo digesto it., appendice*, Torino, 1984, V, 175. In giurisprudenza: Trib. Roma 2 marzo 1957, in *Riv. giur. lav.*, 1957, II, 501 ss.) alle mutue assicuratrici alle quali si ritengono applicabili, oltre che le norme sul contratto di assicurazione, quelle in tema di società cooperative, posto che pur perseguendo entrambe lo scopo mutualistico, lo realizzano con modalità differenti che non consentono una piena assimilazione delle due figure. La tesi che riconduce le società di mutuo soccorso ad una tipologia di società mutualistiche *sui generis* è ascrivibile a PETRELLI, *Natura giuridica e disciplina delle società di mutuo soccorso*, in *Studi e materiali in tema di riforma delle società cooperative*, Milano, 2005, 415, in cui è rinvenibile un'accurata ricostruzione degli orientamenti concernenti la natura giuridica di siffatti enti.

³⁴ Analoghe preoccupazioni erano emerse intorno agli anni settanta, all'indomani dell'entrata in vigore della l. 24 dicembre 1969 n. 990, allorquando in seno alla dottrina e alla giurisprudenza era sorto il dibattito in ordine alla possibilità per le società di mutuo soccorso di stipulare contratti di assicurazione contro il rischio della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti, dal momento che alcuni tra siffatti enti avevano avviato tale prassi; dibattito peraltro che si è risolto nel senso di riaffermare la preclusione di esercizio dell'attività assicurativa in capo agli enti di mutuo soccorso. Per la ricostruzione della questione cfr.: LA TORRE, *Delle mutue assicuratrici*, in *Le assicurazioni* (a cura di La Torre), Milano, 2014, 472 ss.; v. anche le interessanti osservazioni di BUSSOLETTI, *Società di mutuo soccorso e abilitazione all'esercizio di attività assicurativa*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, 31 ss., il quale, all'epoca del fenomeno della copertura del rischio di responsabilità civile auto da parte delle società di mutuo soccorso, evidenziava come il naturale portato di tale situazione fosse "il contrapporsi di due grandi gruppi di pressione, facenti capo rispettivamente alle compagnie di assicurazione e alle società di mutuo soccorso, che, per ragioni evidentemente economico-politiche, prima ancora che in base a motivazioni rigorosamente giuridiche, negano o sostengono l'abilitazione delle società di mutuo soccorso ad operare nel ramo dell'assicurazione obbligatoria per la responsabilità derivante dalla circolazione dei veicoli, e, più in generale, nel settore

La disciplina attuale infatti non impone alle società di mutuo soccorso di adottare un procedimento, analogo a quello adottato dalle imprese assicurative, che garantisca una correlazione tecnico attuariale tra contributo erogato dall'iscritto ed entità della prestazione effettuata dalla società di mutuo soccorso.

Sotto questo profilo si ritiene fondamentale che le società di mutuo soccorso osservino rigorosi obblighi di trasparenza nei confronti dei destinatari delle prestazioni in ordine alla effettiva entità della prestazione promessa e correlativamente si reputa indispensabile l'apprestamento di un processo di vigilanza idoneo ad accertare l'osservanza di siffatti oneri informativi che consentano al "consumatore" di prestazioni socio-assistenziali di valutare di aderire ad un fondo sanitario istituito da una società di mutuo soccorso o, viceversa, di optare per l'adesione ad un "programma socio assistenziale" proposto da una impresa di assicurazione, ovvero un soggetto con ben più solide garanzie di solvibilità. Non è casuale che nell'indagine conoscitiva sulla sanità integrativa³⁵, tutt'ora in corso, l'Ivass abbia evidenziato come le segnalazioni trasmesse circa i disservizi dei fondi sanitari integrativi rivelino una estrema difficoltà per gli aderenti di individuare il soggetto sul quale grava l'obbligo di garantire la prestazione sanitaria e il contenuto della stessa. In molteplici casi l'Istituto ha riscontrato che le prestazioni sanitarie sono garantite da soggetti diversi dalle imprese di assicurazione, quali le società di mutuo soccorso sulle quali l'Ivass, salvo quanto contemplato dall'art. 345 cod. ass., non può esercitare l'attività di vigilanza. La proposta dell'Istituto è di attuare, analogamente a quanto prescritto dal codice delle assicurazioni e dai regolamenti Ivass, misure atte a garantire l'assoluta trasparenza e chiarezza del contenuto delle prestazioni garantite dai piani sanitari; tale obiettivo potrebbe essere

delle assicurazioni private". Lo stesso A., peraltro, ha ammesso la legittimità dell'esercizio - sia pure in via accessoria - da parte delle società di mutuo soccorso dell'attività assicurativa (42 ss.). Cfr., altresì, SAVINO, *Le società di mutuo soccorso e l'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile auto*, in *Ass.*, 1975, I, 229 ss., spec. 244 ss., ove sono presenti riferimenti dottrinari e giurisprudenziali sulla tematica in esame.

³⁵ Indagine conoscitiva in materia di fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale avviata nel dicembre 2018 dalla XII Commissione permanente (Affari sociali) della Camera dei Deputati.

raggiunto imponendo l'adozione di un nomenclatore unico delle prestazioni sanitarie integrative, qualunque sia il soggetto (impresa di assicurazione, società di mutuo soccorso, cassa di assistenza) che propone l'adesione al piano, di modo tale da eliminare la significativa disomogeneità che, allo stato, sussiste tra i molteplici piani sanitari proposti e, conseguentemente, consentire agli aderenti una comparazione fra gli stessi.

Va tuttavia osservato che l'assenza dello scopo di lucro, prescritta, come si è avuto modo di constatare, dal legislatore sin dalla emanazione della l. n. 3818 del 1886, consente a siffatti enti di proporre condizioni ben più vantaggiose rispetto a quelle praticate dalle imprese assicurative senza che tale circostanza, peraltro, le esoneri dall'esercitare la loro attività con i criteri di economicità, organizzazione e professionalità. L'applicazione di contributi di entità inferiore rispetto ai premi fissati dalle imprese di assicurazione avrebbe, pertanto, l'indubbio vantaggio di consentire a soggetti appartenenti alle fasce più deboli della popolazione di accedere a prestazioni che altrimenti sarebbero loro precluse perché o non contemplate dal Servizio sanitario nazionale nell'ambito dei livelli essenziali di assistenza o perché, pur rientranti in quest'ultimi, esigono tempi di attesa che di fatto vanificano la effettiva possibilità di fruirne.

Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”; tra tradizione e innovazione

SOMMARIO: Qualche necessaria premessa metodologica; 1. Le criptovalute come “moneta” (accenni); 2. Le criptovalute come “strumenti finanziari”?; 3. Le criptovalute come “valori mobiliari”?; 4. (segue) Criptovalute e crowdfunding; 5. Le criptovalute come “prodotti finanziari”?; 6. (segue) la disciplina applicabile all’offerta pubblica di criptovalute qualificabili come “prodotti finanziari”.

Qualche necessaria premessa metodologica

Le cronache di questi ultimi anni ci hanno posto dinnanzi ad una serie di innovazioni tecnologiche – fondamentalmente riconducibili al dominio del “digitale”(1) – che, suscitando una abnorme curiosità mediatica e, conseguentemente, dell’opinione pubblica, hanno poi creato e alimentato una gigantesca ondata di aspettative di natura latamente “finanziaria”, scompostamente intercettata da iniziative generalmente alquanto opache messe in atto sui “mercati” da operatori più o meno improvvisati. In tempi recentissimi, il fenomeno ha assunto i tratti dell’ennesima bolla “speculativa” (quella della “bitcoin”(2)) che,

(1) Ci riferiamo qui essenzialmente alla c.d. tecnologia “Blockchain” che attinge alla crittografia e alla c.d. “distributed ledger technology (DLT)”, rimandando, per una prima analisi in ottica giuridica di diritto italiano a L. Parola, P. Merati e G. Gavotti, Blockchain e smart contract: questioni giuridiche aperte, in *I Contratti*, n. 6/2018; M. Bellezza, Blockchain, in M.T. Paracampo (a cura di), *FinTech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, p. 217 ss e con particolare riguardo ai profili di natura regolamentare affrontati in questo scritto a ESMA, 2017, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, febbraio 2017, reperibile in https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf, che si inserisce nel più ampio quadro di intervento avviato dalla Commissione Europea nel 2018 con il ‘FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector’, marzo 2018, reperibile in https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en. Per un primo commento sugli orientamenti ESMA vedi F. Annunziata, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell’ESMA*, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 229 ss.

(2) La più famosa, forse oggi tra le “valute virtuali”, ideata nel 2008 da Satoshi Nakamoto, (Bitcoin: A Peer-t-Peer Electronic Cash System, reperibile in Bitcoin

pur rapidamente sgonfiatasi, ha comunque intermediato e traslato ingentissimi volumi di “danaro” (“risparmio”?). Nonostante ciò, il fenomeno in esame risulta tuttora più che vivo e attuale e, pur parendo passata l’iniziale, adolescenziale, “ubriacatura”, esso si presenta comunque come una concretissima e ingentissima realtà economica che non potrà che crescere nel futuro – pur ridimensionandosi, con tutta probabilità, rispetto alle iniziali prospettive stratosferiche ed esponenziali - e nel far ciò, dovrà però necessariamente articolarsi secondo schemi operativi e comportamentali più comprensibili, condivisi, strutturati e regolamentati.

Preliminare ad ogni tentativo di regolamentazione⁽³⁾, si pone uno sforzo di analisi e comprensione del fenomeno nei suoi tratti

.org), avvalendosi della citata tecnologia Blockchain; altri noti esempi sono Tether, Ether, LiteCoin o Ripple.

(3) Nel nostro Ordinamento, le Autorità preposte - ciascuna nei rispettivi ambiti - alla tutela del “risparmio” e dei mercati finanziari, hanno tempestivamente monitorato il fenomeno, esercitando opera di sensibilizzazione dell’opinione pubblica sul fenomeno. V. Banca d’Italia già con l’Avvertenza sull’utilizzo delle cosiddette “valute virtuali” del 30 gennaio 2015 e, successivamente, con l’Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee, 19 marzo 2018. In particolare poi la Consob, in linea con la sua specifica mission istituzionale, ha sin qui esercitato una puntuale, vigile e anche discreta azione di vigilanza sul fenomeno - attenta cioè a non frustrare aprioristicamente sul nascere i nuovi fenomeni dell’innovazione finanziaria (fintech) - pur dovendosi essa muovere non facilmente in un quadro regolamentare (domestico ma anche europeo) che non prende (ancora?) in considerazione né disciplina nello specifico il nuovo fenomeno delle “criptovalute” o “valute virtuali”: v. il documento intitolato Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute, reperibile sul sito dell’Autorità. Può sin d’ora osservarsi che, come si evince dalla recente indagine effettuata dall’ESMA presso tutte le autorità di vigilanza europee (cfr. ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, disponibile al seguente link https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf) la soglia di tutela degli investitori italiani, quale oggi osservabile nel nostro ordinamento appare ben più elevata rispetto a quella presente in quasi tutti gli altri ordinamenti europei, grazie ad un concetto - da noi anche normativamente recepito - di “prodotto finanziario” più ampio di quello di “strumento finanziario” presente nella normativa di settore europea. Molteplici sono ormai le occasioni in cui la Commissione è sin qui intervenuta - in maniera puntuale, vigile e anche discreta, attenta cioè a non frustrare aprioristicamente sul nascere i nuovi fenomeni dell’innovazione finanziaria (fintech), senza al contempo abdicare alla sua mission istituzionale - a disciplinare il fenomeno, tracciando così le linee di un orientamento che va consolidandosi in sostanziale continuità evolutiva con la risalente

morfologici e funzionali e, quindi, di suo inquadramento giuridico; inquadramento che, a noi pare, non potrà che avvenire sempre ricorrendo, come si vedrà, alle consolidate e “tradizionali” categorie

elaborazione in materia. Con particolare riferimento alla tematica delle criptovalute può rinviarsi a: Delibera n. 19866 del 1° febbraio 2017 - Sospensione, ai sensi dell’art. 101, comma 4, lett. b), del D.lgs. n. 58/1998, dell’attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all’offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; Delibera n. 19968 del 20 aprile 2017 - Divieto, ai sensi dell’art. 101, comma 4, lett. c), del Tuf, dell’attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all’offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; Delibera n. 20110 del 13.9.2017, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del Tuf, dell’offerta al pubblico residente in Italia effettuata dalla società Cryp Trade Capital avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossi tramite il sito internet <https://cryp.trade>; Delibera n. 20346 del 21 marzo 2018 - Ordine, ai sensi dell’art. 7-octies, comma 1, lett. b), del Tuf di porre termine alla violazione dell’art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.coinoa.com; Delibera n. 20536 del 25 luglio 2018 - Ordine, ai sensi dell’art. 7-octies, comma 1, lett. b), del Tuf di porre termine alla violazione dell’art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.swisscci.com; Delibera n. 20381 del 13 aprile 2018, Ordine, ai sensi dell’art. 7-octies, comma 1, lett. b), del D. Lgs. n. 58/1998 Tuf, - Ordine di porre termine alla violazione dell’art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.royalcripto.com; Delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018 - Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet <https://togacoin.com>; Delibera n. 20693 del 14 novembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del Tuf, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto la moneta digitale denominata “Crypton”; Delibera n. 20694 del 14 novembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell’art. 101, comma 4, lett. b), del Tuf, dell’attività pubblicitaria effettuata dal sig. Alessandro Brizzi tramite la propria pagina facebook relativa all’offerta al pubblico correlata all’acquisto della moneta digitale denominata “CRYPTON”; Delibera n. 20751 del 19 dicembre 2018, divieto ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. d) del Tuf, di offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto il “Piano di investimento AvaCrypto”. Delibera n. 20741 del 12 dicembre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto i contratti su "Bitsurge token" promossa sul sito www.bitsurge.io e sulla pagina facebook "Bitsurge Token"; Delibera n. 20740 del 12 dicembre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto i "certificati Green Earth" promossa sulla pagina facebook "Progetto Crypto Green Earth"; Delibera n. 20814 del 14 febbraio 2019, Divieto, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. d), del D. lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossa dalla Cryptoforce Ltd.

concettuali⁽⁴⁾ - certo, ove necessario, adattate e plasmate sui nuovi fenomeni che la realtà tecnologica offre all'analisi - ma fondamentalmente stabili e conosciute. Troppo spesso il dibattito pubblico su questi fenomeni pare indugiare su una loro rappresentazione "esoterica" che - parendo talora alimentata sapientemente da quella che vuole così proporsi come una chiusa "casta sacerdotale" di pochi "iniziati", i soli capaci di comprenderne le intime e misteriose logiche, imperscrutabili ai più – finisce per confondere il "pubblico" (per ora vagamente e variamente riconducibile alle categorie dei "risparmiatori" o "investitori") e disorienta i regulators, lasciando campo libero alla fantasia di geniali e inconsapevoli innovatori ma spesso anche alle scorriere di spregiudicati speculatori che di quelle innovazioni abusano, invece, ben consapevolmente.

Certamente, trattandosi di fenomeni che nascono e si sviluppano nella sfera tecnologica più evoluta (che attinge alla informatica, alla crittografia, alla intelligenza artificiale, Big Data etc.) esiste una barriera cognitiva spesso insuperabile per la maggioranza dei consociati che quei fenomeni si limiti ad osservare dal di fuori dell'invalicabile recinto tecnocratico. Questo, però, è sicuramente vero in una prospettiva, per così dire "interna"; ciò non preclude, allora, che in una prospettiva "esterna", possa cionondimeno pretendersi di leggere e disciplinare queste nuove "creature" ricorrendo comunque ai consueti e tradizionali schemi e categorie dell'agire economico e della regolamentazione giuridica e ciò anche prescindendo dal contenuto ingegneristico, informatico e digitale "interno" a quella sottostante realtà ⁽⁵⁾. Da questo punto di vista, questi nuovi fenomeni tecnologici

(4) In relazione alla nuova dimensione "fintech", sottolinea invece l'esigenza di adottare un approccio analitico che vada oltre le consolidate categorie concettuali si rinvia a E. Macchiavello, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in Banca Borsa e Titoli, I, p. 74 e p. 96. Per un'impostazione generale dell'inedito approccio analitico richiesto dal fenomeno fintech vedi M.T. Paracampo (a cura di), op. cit.

(5) Certo, la nuova dimensione digitale e tipicamente transnazionale del fenomeno in esame – per quanto leggibile all'interno dei paradigmi classici – suscita problemi di regolamentazione spesso del tutto particolari e, qui sì, inediti, richiedendo approcci tecnologici innovativi e sovranazionali; è però un problema di strumenti di intervento e regolazione oggi riconducibili alla nozione di RegTech e SupTech, sul punto cfr. D.W. Arner, J. Barberis e R.P. Buckley, *FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation*, in *Northwestern Journal of International*

non paiono infatti avere inventato nuove dimensioni relazionali o giuridiche che impongano un approccio analitico sin qui inesplorato e quindi un pionieristico apparato di disciplina; i tratti della “disintermediazione”, della “decentralizzazione”, della “liquidità” e della “virtualità” – tutti certamente tipici e qualificanti della post-modernità digitale – paiono incontrare comunque dei confini e dei limiti inevitabili nella realtà delle relazioni economiche e interpersonali sottostanti (6). In quello che riteniamo un doveroso sforzo di

Law & Business, n. 37/2017; FCA (12.9.2017) “RegTech”, disponibile al seguente link <https://www.fca.org.uk/firms/regtech> e D. Broeders e J. Prenio, Innovative technology in financial supervision (suptech) - the experience of early users, in FSI Paper, July 2018; N. Linciano e P. Soccorso, FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione di supervisione, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 27 ss. In relazione al generale fenomeno dell'utilizzo delle tecnologie informatiche e telematiche in ambito finanziario può rinviarsi a quella che è ormai la risalente dottrina specialistica: cfr. F. Capriglione, Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line, in Banca Borsa e Titoli, 2001, I, 491, L. Enriques, Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet, in Dir. Banca e mercati fin., 2003, I, p. 34-35.; G. Grisi, La prestazione on line di servizi e prodotti finanziari, in Europa e dir. Priv., 2001, p. 367; J. Lerner, promotion and selling of financial products and services through the internet, in Dir comm. int. 2001, 15, 4, p. 829; D. Lucarini Ortolani, L'internet nell'intermediazione finanziaria, in Dir. Inform, 2003, p. 21; P. Sammarco, Promozione e negoziazione dei prodotti finanziari tramite internet, in Dir. Inform. 1999, p. 1067; G. Falcone, Tre idee intorno al c.d. “Fintech”, in Riv. Dir. Banc., Maggio 2018; M.T. Paracampo (a cura di), op.cit.; C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta e G. Potenza, Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale, in Quaderni FinTech, 1, Consob, marzo 2018. G. Falcone, Tre idee intorno al c.d. “FinTech”, in Rivista di diritto Bancario, Maggio 2018; E. Palmerini, G. Aiello, V. Cappelli; G. Morgante, N. Amore, G. Di Vetta, G. Fiorinelli, M. Galli, Il FinTech e l'economia dei dati, Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici. Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori, Quaderni FinTech, 2, Consob, dicembre 2018; C. Barbagallo, Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia, durante il Convegno dell'Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa sul tema “Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia” tenutosi in data 8 febbraio 2019. In ambito europeo, cfr. European Parliament, Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector, (28 aprile 2017), 2016/2243 (INI), reperibile in <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2017-0176+0+DOC+PDF+V0//EN>.

(6) Da questo punto di vista, l'unica nuova “dimensione” effettivamente osservabile in questi fenomeni appare quella della natura “collaborativa” e condivisa

semplificazione, a noi pare che questi fenomeni si prestino (ancora) ad esser letti, interpretati e disciplinati, guardando alle loro dimensioni (manifestazioni) “esterne”, trattandosi in definitiva di comportamenti umani che, svolgendosi pur sempre nella dimensione dell’agire economico, risultano in ultima analisi pienamente riconducibili, di volta in volta, a categorie concettuali generali (“investimento”, “finanziamento”, “conferimento”, “gestione”, “speculazione”, “impiego e raccolta di capitali”, “intermediazione”, “risparmio”, “mercato”, “società”, etc...)(7) e alle connesse specifiche nozioni giuridiche settoriali (“servizi di investimento”, “servizi di pagamento”, “strumenti finanziari”, “valori mobiliari”, “prodotti finanziari”) elaborate nell’Ordinamento per via normativa, giurisprudenziale e amministrativa. Ed è allora da questi concetti che occorrerà cominciare per approntare una griglia ermeneutica da calare - una volta analizzato e compreso nei suoi tratti funzionali - sul “nuovo” fenomeno qui indagato al fine di individuare (8) le più corrette qualificazioni giuridiche utili a tracciarne, infine, i più efficaci, funzionali e sistemicamente coerenti profili di regolamentazione. Non costituirà, viceversa, oggetto specifico dell’analisi che segue, la dimensione

(shared) dei modelli di business adottati tipicamente in queste piattaforme digitali; fenomeno che più che creare nuove “funzioni” e “ruoli” dell’agire economico e giuridico da sottoporre a disciplina, determina una loro confusione/sovrapposizione che non rende sempre facile distinguere, ad es., tra chi su queste piattaforme sia l’utente, l’intermediario o l’emittente. Lo stesso schema di partecipazione “condivisa” tra gli utenti ad un progetto imprenditoriale, tipico del modello di business di qualche piattaforma, potrebbe allora far pensare alla esistenza di un fenomeno societario, potendosi allora porre un problema di compatibilità di questi schemi con il principio di “tipicità” sancito nel nostro ordinamento dall’art. 2249. c.c. Con la locuzione “collaborative economy” ci si riferisce ai “business models where activities are facilitated by collaborative platforms that create an open duals”: cfr. Commissione Europea, A European agenda for the collaborative economy (Communication) COM (2016) 3556 final, p. 2-3 9.

(7) Il riferimento non può qui che essere alla lucida e approfondita disamina condotta da G. Ferri Jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.

(8) Fondamentalmente, all’interprete è richiesto in primis uno sforzo di lettura e comprensione del fenomeno nei suoi tratti morfologici e funzionali di base, per arrivare quindi ad un suo inquadramento giuridico applicando in chiave analogica gli schemi analitici con cui sono letti e disciplinati fenomeni comparabili (sotto un profilo morfologico e/o funzionale) della realtà economica, in particolare finanziaria, pur con le difficoltà ermeneutiche sopra enunciate alla nota 5.

analitica strettamente “interna”, “strutturale” del fenomeno che può ben essere ed è campo di applicazione dell’analisi giuridica⁽⁹⁾, di tipo più classicamente “civilistico”, al fine di indagarne l’intimo contenuto in termini di posizioni giuridiche dominicali o obbligatorie intercorrenti tra i soggetti (individui e imprese) che operano in essa (10), potendoci limitare, in questa sede, a segnalare come le risultanze analitiche a cui pare potersi pervenire non sembrano dissimili - in prospettiva analogica - da quelle che presiedono all’analisi del regime giuridico oggi

(9) Può rinviarsi a E. Girino, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 55, 2018 nonché a: R. Bocchini, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell’Informazione e dell’informatica* (II), fasc. 1, febbraio 2017, p. 27; S. Capaccioli, *Bitcoin e criptovalute*, in G. Cassano, N. Tilli, G. Vaciago (a cura di), *Tutele e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Milano, 2018, p. 445; N. Vardi, “Criptovalute” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Diritto dell’Informazione e dell’informatica* (II), fasc. 3, giugno 2015, p. 443; G. Gasparri, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell’Informazione e dell’informatica* (II), fasc. 3, 2015, p. 415; P. Iemma e N. Cuppini, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, in *DirittoBancario online*, 8.3.2018; V. De Stasio, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, valute complementari e regole di adempimento*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, n. 6/2018, p. 747 ss.; K. Low and E. Teo, *Bitcoins and other cryptocurrencies as property?* (2017) 9 *Law, Innovation and Technology* 235; T. Cutts and D. Goldstone QC, *Bitcoin Ownership and its Impact on Fungibility*, *Coindesk* 14 giugno 2015, reperibile in www.coindesk.com/bitcoin-ownership-impact-fungibility/; G.L. Greco, *Monete complementari e valute virtuali*, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 197 ss.

(10) In tal senso occorrerà attentamente comprendere il funzionamento della “piattaforma”, nelle sue specifiche e peculiari caratteristiche tecniche “interne” (algoritmi, protocolli informatici, sistemi operativi etc.) e quindi nei relativi presupposti e implicazioni, al fine di poter dire quando - con riferimento ad una certa determinata “criptovaluta” - possa dirsi, ad esempio, effettuato o intervenuto un “pagamento” (o meglio, “adempimento”) in un’accezione giuridicamente rilevante, posto che, a tal fine, le conclusioni potrebbero essere diverse da quelle osservabili nella fattispecie dell’obbligazione pecuniaria “classica”. Ma come detto, su questi profili “interni” - che, peraltro, andrebbero esaminati caso per caso in relazione alle particolari modalità di funzionamento di ciascuna diversa “criptovaluta” che fosse presa in esame, ciascuna avendo il suo sottostante o intrinseco modello di business e i suoi propri e peculiari “protocolli” - non ci potremo soffermare in questo scritto. Per una analisi nella dottrina italiana può rinviarsi a L. Parola, P. Merati e G. Gavotti, op. cit.

descrivibile in relazione ai valori mobiliari dematerializzati⁽¹¹⁾; in particolare possono sin d'ora evidenziarsi alcune illuminanti analogie per quel che attiene il regime di emissione/estrazione (mining) di, rispettivamente, azioni societarie dematerializzate/bitcoin e la possibile risposta che, in termini di disciplina giuridica, può ipotizzarsi in relazione alle modalità di detenzione e di circolazione, con particolare riguardo alla regolamentazione dei “classici” possibili conflitti tra diversi successivi acquirenti (double spend problem). Ma anche sotto questo profilo l'analisi delle relazioni “interne” che descrivono le particolari modalità di emissione, detenzione, custodia e circolazione potranno variare, da caso a caso, in relazione alle singole “criptovalute” esaminate, in virtù del modello di business di volta in volta adottato, potendo esse descriversi talora in termini di piattaforme centralizzate (il che darà luogo a transazioni “off-chain” rispetto al circuito DLT), altre volte di piattaforme decentralizzate (il che darà luogo, invece, a transazioni “on-chain” rispetto al circuito DLT); talora come piattaforme che forniscono servizi di tipo brokers/dealers, altre volte descrivibili in termini di “sistemi multilaterali di negoziazione”; talune vedendo associati servizi di “custodia” attraverso e-wallets, altre affidando tali servizi a soggetti esterni (c.d. wallet providers).

Nell'analisi che segue ci cimenteremo dunque nella ricerca di un corretto inquadramento giuridico - nella prospettiva analitica che abbiamo visto rivolta ad analizzare la manifestazione “esterna” del fenomeno - limitatamente peraltro solo ad alcuni ambiti del diritto dei mercati finanziari⁽¹²⁾, omettendo quindi di indagare altri profili

(11) Per i quali può delinearsi un nuovo flessibile concetto di “proprietà”: nella dottrina anglosassone v. J.S. Rogers, *An Essay on Horseless Carriage and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision*, (1995) 31 *Idaho L Rev*, p. 689; S.L. Schwarcz, *Intermediary Risk in a Global Economy* (2001) 50 *Duke LJ* 1541. Nella dottrina italiana può rinviarsi, per tutti, a M. Cian, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. Cian, Napoli, 2016, p. 139.

(12) Ci concentreremo infatti qui sui profili di regolazione che più riguardano da vicino la tutela del risparmio (investor and consumer protection); molteplici profili analitici potrebbero qui entrare in campo, anche limitatamente al diritto dell'intermediazione mobiliare, essendo potenzialmente interessati diversi ambiti normativi europei (e i relativi atti di implementazione degli Stati Membri): la Direttiva sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti (Direttiva 2003/71/CE), la Direttiva sulla trasparenza riguardante le

giuridici che possono ben essere terreno di indagine; da quello “pubblicistico”(13) (della riserva di emissione di moneta e di cambiavalute, ovvero di prestazione di “servizi di pagamento” o di “moneta elettronica”, a quello della prevenzione e contrasto di fenomeni criminali quali il riciclaggio(14) o il terrorismo), a quello

informazioni delle emittenti (Direttiva 2013/50/UE), MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), la Direttiva sugli abusi di mercato (Direttiva 2014/57/UE), il Regolamento sulle vendite allo scoperto (Reg. UE 236/2012), il Regolamento relativo ai depositari centrali di titoli (Reg. UE 909/2014) e la Direttiva concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (Direttiva 98/26/CE).

(13) V. E. Boronovo, S. Caselli, A. Cirillo, D. Masciandro, *Beyond Bitcoin and Cash: Do We Like a Central Bank Digital Currency? A Financial and Political Economics Approach*, in BAFFI-CAREFIN Centre Research Paper, 2017; N. Mancini, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, In Banca, impresa, società, 2016; E. Barcellona, *Ius monetarium*, Bologna, 2012. Per una interessante prospettiva che ipotizza una “versione digitale dello SDR” (“Special Drawing Rights”, “Diritti Speciali di Prelievo”, l’unità di conto creata già nel 1968 dal Fondo Monetario Internazionale) come possibile virtual currency mondiale del futuro, ancorata ad un paniere multi-currency, v. E. FLOR, *I Diritti Speciali di Prelievo (Special Drawing Rights): da Bretton Woods alla moneta mondiale*, in Banca impresa società, 2, 2018, p.293.

(14) Si veda a tal fine il d. lgs. N. 90/2017 di recepimento della Direttiva 849/2015/UE che ha sottoposto agli obblighi antiriciclaggio anche gli exchanger di criptovalute (valute virtuali), prevedendo l’obbligo di iscrizione in una sezione speciale del registro dell’OAM, ex art. 128-undecies del TUB.; in argomento, G.P. Accinni, *Profili di rilevanza penale delle criptovalute*, in Arch. Pen., 2018. Per un inquadramento generale del fenomeno in questa ottica, v. il recentissimo EBA Report, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019. A livello internazionale il rischio di utilizzo delle criptovalute per aggirare la normativa antiriciclaggio e anti-terrorismo è stato anche recentissimamente stigmatizzato in sede del G 20 svoltosi agli inizi di dicembre 2018 in Argentina, ove nella dichiarazioni finali può leggersi come “We will step up efforts to ensure that the potential benefits of technology in the financial sector can be realized while risks are mitigated. We will regulate crypto-assets for anti-money laundering and countering the financing of terrorism in line with FATF standards and we will consider other responses as needed”.

tributario,(15) a quello civilistico, (il diritto delle obbligazioni e di quelle “pecuniarie” in particolare)(16) e financo societario(17).

Negli ambiti di disciplina che ci proponiamo qui di sottoporre ad una prima indagine, la “criptovaluta” potrà/potrebbe di volta in volta rilevare - a seconda dei molteplici modelli di business osservabili nelle “piattaforme” operanti sul web - nella sua dimensione oggettiva di

(15) Nel nostro Ordinamento può rinviarsi alla approfondita e pionieristica analisi condotta dalla Agenzia delle Entrate con la risposta ad interpello n. 14 del 2018, e prima ancora alla risoluzione 2 settembre 2016, n.72/E; in argomento, e con specifico riguardo agli “utility tokens”, potrebbe assumere rilevanza il recente decreto legislativo 141/2018 con cui è stata recepita la Direttiva 2016/1065/Ue, nota anche come “direttiva sui voucher”. In argomento può rinviarsi a A.E. Giudice, Bitcoin e criptovalute, tra tassazione diretta e monitoraggio fiscale, ennesimo arresto dell’Agenzia delle Entrate, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 2018.

(16) Altri profili potenzialmente interessati, potrebbero essere quelli dell’attività bancaria e finanziaria (direct lending) e della raccolta del risparmio tra il pubblico”, laddove il modello di business osservabile sulle “piattaforme” prese in esame sia descrivibile in termini di “lending-based crowdfunding”. Su questa ipotesi analitica ci soffermeremo più oltre.

(17) V. in particolare la prima giurisprudenza che ha deciso come “non è conferibile in una società di capitali una criptovaluta in fase embrionale, in quanto non ancora oggetto di negoziazioni in alcuna piattaforma di scambio tra criptovalute ovvero tra criptovalute e monete aventi corso legale, circostanza ritenuta fondamentale al fine di individuare un attendibile valore della stessa”; così Tribunale di Brescia, 25 luglio 2018, n. 7556. Per un commento, v. B. Campagna, Limiti all’utilizzabilità delle criptovalute in sede di aumento di capitale, in *Dirittobancario*, 30 agosto 2018. Come già accennato, lo stesso schema di partecipazione “condivisa” tra gli utenti ad un progetto imprenditoriale, tipico del modello di business di qualche piattaforma, potrebbe allora far pensare alla esistenza di un fenomeno societario, potendosi allora porre un problema di compatibilità di questi schemi con il principio di “tipicità” sancito nel nostro ordinamento dall’art. 2249. c.c. Occorrerebbe allora procedere ad una attenta ricostruzione degli spazi oggi concessi dall’ordinamento per applicare agli schemi societari tipici – senza alterarne il contenuto inderogabile – una dimensione “virtuale” che veda nella “piattaforma” il suo baricentro “ontologico”; si tratterebbe quindi di ricostruire i confini di quella che potremo qui chiamare una “cripto-società”, intervenendo ad applicare la nuova dimensione, ai singoli profili di disciplina più adattabili alle nuove tecnologie in questione: le modalità di emissione, rappresentazione, registrazione e circolazione delle partecipazioni sociali (azioni o quote); le modalità di formazione della volontà degli organi sociali e di loro convocazione, riunione, verbalizzazione; le modalità di rappresentazione esterna e di manifestazione della volontà sociale...etc.

“bene”(18) (variamente meglio qualificabile, a seconda dei casi, talora come moneta “convenzionale” (contractual money), – più difficilmente come “mezzo di pagamento” - ora come “strumento finanziario”, “valore mobiliare”, “prodotto finanziario”(19)) che possa variamente venir a costituire oggetto di operazioni di detenzione, accumulazione, scambio, offerta, finanziamento, investimento etc., dovendoci allora interrogare innanzitutto sulla qualificazione giuridica di quella “criptovaluta”. In altra e connessa prospettiva, il fenomeno andrà invece indagato con riguardo al regime di riserve e/o di obblighi comportamentali a cui debba essere sottoposta l’attività di chi intervenga variamente in quelle operazioni, in uno stadio di mercato “primario” (come emittente ovvero prestatore/prenditore) o “secondario”, (come intermediario o prestatore di servizi, a seconda dei casi, di “investimento”, di “gestione”, di “pagamento”, di “raccolta ordini”, di “collocamento”, di “deposito e custodia” etc...); spesso in una inedita commistione di ruoli e/o funzioni, tipica del nuovo modello della condivisione (sharing economy).

1. *Le criptovalute come “moneta” (accenni)*

Ogni discorso sulle criptovalute parrebbe dover partire dalla nozione stessa di “moneta”, una forse delle creazioni più risalenti e più concettualmente ardite del pensiero umano (20) e, nonostante ciò, ancora oggetto di un non definitivo assetto analitico da parte di

(18) Omettiamo come detto, in questa sede, una più approfondita disamina in merito alla riconducibilità delle criptovalute nell’ambito della nozione civilistica di “bene” ex art. 810 c.c.

(19) Che, come noto, costituiscono le categorie concettuali di base del diritto dei mercati finanziari, costituenti ciascuna un sottoinsieme logico di un’altra, a partire da quella più inclusiva dei “prodotti Finanziari” a quella intermedia degli “strumenti finanziari”, a quella più circoscritta dei “valori mobiliari”.

(20) Per una affascinante ricostruzione in ottica storico-sociologica v. Y.N. Harari, *Sapiens- A Brief History of Humankind*, Londra, 2011, 193 ss. In una prospettiva giuridica i riferimenti obbligati rimangono: C. Proctor, *Mann on the Legal Aspect of Money*, 7. Ed., Oxford, 2012; A. Nussbaum, *Money in the law, national and international: a comparative Study in the Borderline of Law and Economics*, Brooklin, 1950 e nella dottrina italiana, B. Inzitari, *La moneta*, in *Moneta e valuta*, in Tratt. di dir. comm. e di dir. pubbl. dell’ec., a cura di Galgano, VI, Padova, 1993; L. Farenga, *La moneta bancaria*, Torino, 1997.

economisti e giuristi. E tuttavia, ci si avvede ben presto che la questione posta in termini di ricostruzione della natura delle criptovalute in senso “monetario”, appare oggi riduttiva e fuorviante. Come avremo modo di vedere nel prosieguo dell’analisi, nel parlare di “criptovalute” - locuzione per cui manca oggi una definizione legale nell’ordinamento finanziario europeo⁽²¹⁾ - occorrerà perlomeno e innanzitutto adottare un approccio analitico che distingua, caso per caso, tra le macrocategorie in cui oggi esse vengono generalmente classificate⁽²²⁾: “criptovalute monetarie” (o tokens “payment-type”), “utility tokens” e “security tokens” (o investment-type)⁽²³⁾. Da questo punto di vista, ove utilizzato in senso generico, assai più corretto risulta oggi l’utilizzo del termine “crypto-assets”, quale da ultimo utilizzato sia da EBA che da ESMA nei loro, già citati, recentissimi interventi in materia. In realtà poi, ogni analisi dovrebbe spingersi anche ben oltre, fino ad esaminare dettagliatamente il modello di business di volta in volta sottostante o intrinseco ad ogni “piattaforma” esaminata⁽²⁴⁾, risultando altrimenti

(21) Limitatamente all’ambito antiriciclaggio può segnalarsi come la Direttiva 2018/843 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2018 che modifica la Direttiva sull’antiriciclaggio 2015/849/UE (da noi recepita col d.lgs. 90/2017) includa una definizione di “virtual currencies” quali “ “virtual currencies” means a digital representation of value that is not issued or guaranteed by a central bank or a public authority, is not necessarily attached to a legally established currency and does not possess a legal status of currency or money, but is accepted by natural or legal persons as a means of exchange and which can be transferred, stored and traded electronically” recepita nel citato decreto nei seguenti termini “valuta virtuale: la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un’autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente.”.

(22) V. T. Euler, The token classification framework; a multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens, <http://www.untitled-inc.com>. Si veda, in senso sostanzialmente analogo, anche la tassonomia proposta da BCE, Virtual Currency Schemes – A Further Analysis, February 2015 e da ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op.cit. par. 19.

(23) Rimandandosi a quanto si dirà più diffusamente al successivo par.3.

(24) “Hundreds of crypto-assets have been issued since Bitcoin was launched in 2009. There are more than 2,050 crypto-assets outstanding representing a total market capitalisation of around EUR 110bn as of end-December 2018 – down from a peak of over EUR 700bn in January 2018.9 Bitcoin represents just over half of the total reported value of market capitalisation, with the top five crypto-assets representing

del tutto velleitario - nella varietà dei modelli oggi osservabili, ciascuno dei quali può presentare profili regolatori del tutto peculiari - pretendere di sottoporre ad una valutazione unitaria il variegato fenomeno delle “criptovalute” in quanto tale.

Il nostro angolo visuale, qui dichiaratamente limitato, come detto, solo ad alcuni ambiti del diritto dei mercati finanziari, rende allora in questa sede superfluo dilungarsi sul profilo funzionale più classico delle criptovalute, quello di tipo “monetario”, limitandoci ad osservare che, anche in una prospettiva civilistica occorra partire dalla constatazione di come oggi il concetto stesso di “moneta” si sia dilatato e decomposto nel concetto più articolato di “sistema dei pagamenti”, attesa la residualità che oggi assume nella quotidianità del traffico giuridico la traditio pecuniae, intesa classicamente come consegna fisica di moneta divisionaria o banconote (c.d. “contante”) al creditore da parte del debitore per liberarsi dall’obbligazione pecuniaria; tale modalità essendo oggi perlopiù e in via sempre crescente soppiantata da altri “strumenti di pagamento” tecnologicamente più avanzati ed essenzialmente smaterializzati o dematerializzati⁽²⁵⁾. Evidentemente il regime giuridico peculiare associato a quel “sistema”, similmente a quanto era tradizionalmente per la “moneta”, attiene pur sempre essenzialmente ai caratteri cruciali della irrifutabilità (c.d. corso forzoso) e della efficacia liberatoria (c.d. corso legale) del “pagamento” (legal tender o fiat money) che avvenga nel rispetto delle modalità e procedure di validazione del fenomeno di trasferimento di “valore” (di “fondi”) che esso garantisce, ove ciò avvenga attraverso gli intermediari abilitati ad operare in quel “sistema”. Ciò detto, allora, deve ritenersi che collocarsi al di fuori di esso, come l’autonomia privata può ben

around 75% of the reported market capitalisation”. Così’ può leggersi in ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op.cit. par. 18.

(25) L’analisi della dimensione “monetaria” delle criptovalute dovrebbe essere accuratamente condotta, caso per caso, alla luce dei due sistemi normativi europei di riferimento: la Direttiva sugli istituti di moneta elettronica (Direttiva 2009/110/EC) e la Direttiva sui servizi di pagamento (Direttiva 2015/2366/EU), laddove una prima conclusione appare nel senso di una possibile, eventuale, loro riconduzione nell’ambito della “moneta elettronica”, dovendosi invece perlopiù escludere la loro riconducibilità alla nozione di “fondi”. Cfr. EBA Report, Report with Advice for the European Commission on crypto-assets, 9 gennaio 2019. Per un inquadramento dell’ambito normativo in questione, può rinviarsi a A. Antonucci, Mercati dei pagamenti: le dimensioni del digitale, in Riv. Dir. Banc., marzo 2018.

decidersi di fare⁽²⁶⁾, vorrebbe allora semplicemente dire entrare in un rapporto obbligatorio, ben lecito seppur atipico, non descrivibile e qualificabile dunque alla stregua della categoria giuridica dell’“obbligazione pecuniaria”, rendendosi conseguentemente inapplicabile la specifica disciplina approntata dall’Ordinamento per questa particolare tipologia di obbligazioni, pur continuando ad operare il generale regime giuridico delle obbligazioni contrattuali, in quanto applicabile⁽²⁷⁾ e in base a quella che risulti di volta in volta – in caso di internazionalità del fenomeno, come qui tipicamente può riscontrarsi – la legge applicabile⁽²⁸⁾.

(26) Forse col limite - ove questo risulti applicabile in base alle specifiche caratteristiche del modello di business adottato dalle “criptovalute” di volta in volta analizzabili – dell’art. 2004 c.c.

(27) Magari oggi assumendo particolare rilevanza la nascente categoria dei c.d. “smart contracts”, su cui rinviamo a L. Parola, P. Merati e G. Gavotti, op. cit..

(28) Con riguardo al diritto italiano, il fenomeno in esame potrebbe al più rilevare, nella prospettiva civilistica del nostro diritto delle obbligazioni, in relazione all’articolo 1278 c.c., limitatamente quindi al profilo della facoltà concessa al debitore di un “debito di somma di monete non aventi corso legale” di adempiere consegnando moneta legale. Evidentemente, ci si limita qui ad assumere, in una prospettiva “esterna”, la criptovaluta in termini di mera “moneta non avente corso legale nello Stato” - alla stregua allora di qualsiasi “valuta estera” - non parendoci a tal fine rilevante la natura “statale”, “sovrana nazionale o “virtuale” che essa possa di volta in volta presentare. In particolare, ai fini dell’art. 1278 c.c. del tutto ininfluyente ci pare la questione della ricostruibilità della criptovaluta in questione in termini di vera e propria “moneta” - a seconda della tesi a cui si acceda, “statuale” o “sociale” – ovvero la verifica delle sue specifiche modalità di emissione, validazione, detenzione e circolazione, (in base, quindi, al suo proprio “sistema dei pagamenti” interno); l’elemento che semmai pare rilevare è quello dell’esistenza di un mercato (ufficiale?) che quoti un cambio delle criptovalute in questione con la moneta legale. Per un approccio analogo, nella giurisprudenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea v. C-264/14 Skatteverket v Hedqvist [2016] STC 372 e, nella giurisprudenza statunitense, Securities and Exchange Commission v Shavers (Case No 4:13-CV-416-RC-ALM, 6 agosto 2013), 1–3; United States v Ulbricht (Case No 1:14-CR-068-KBF, SDNY, 9 luglio 2014), 5 ai punti [47]–[50]; United States v Faiella (Case No 1:14-CR-243-JSR, SDNY, 8 agosto 2014), 2–3; e United States v Murgio (Case No 1:15-CR-769-AJN, SDNY, 19 settembre 2016). Di diverso avviso – nel senso di una non pacifica estensione analogica della disciplina civilistica, anche di quella di cui all’art. 1278 c.c. - parrebbe essere De Stasio, op. cit, in Banca, borsa, titoli di credito, n. 6/2018, p. 759.

2. *Le criptovalute come “strumenti finanziari”?*

Nel momento in cui anche le “criptovalute”, al pari di altre asset class, si pongono e si propongono vieppiù, oltre che come “moneta”, anche come occasione di “investimento”, in una fase storica che vede “i capitali” alla spasmodica ricerca di rendimenti che le asset class tradizionali difficilmente riescono a riconoscere, occorre considerare attentamente le interrelazioni che l’operatività che abbia quelle ad oggetto può determinare con il vigente ordinamento finanziario⁽²⁹⁾. Ci si muove qui su un terreno che può risultare “minato” in quanto presidiato da un articolato sistema di “riserve di attività” spesso penalmente presidiate.

Un primo ambito di disciplina che viene spesso accostato al fenomeno delle criptovalute appare quello dei servizi di investimento⁽³⁰⁾, e ciò in virtù di una eventuale qualificazione di quelle

(29) Potendosi rinviare per un inquadramento generale a AA.VV., L’ordinamento finanziario italiano (a cura di F. Capriglione), Padova 2005; M. Onado, Mercati e intermediari finanziari, economia e regolamentazione, Bologna, 2000e per una prospettiva europea a V. Santoro, Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?, in Banca impresa società, 2, 2018, 193.

(30) Il tema della potenziale riconduzione – perlomeno in certi casi – delle “criptovalute” nell’ambito dei “servizi di investimento” è stato prospettato in via generale anche dalle Autorità di vigilanza sin dalle iniziali attenzioni che hanno riservato nel nascente fenomeno. Si vedano i documenti della Consob, Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono; Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute, entrambi reperibili sul sito dell’Autorità. Anche la Banca d’Italia, nella nota Avvertenza sull’utilizzo delle cosiddette “valute virtuali” del 30.1.2015 osservava, per quanto in via generale e “prudenzialmente” come “In Italia, l’acquisto, l’utilizzo e l’accettazione in pagamento delle valute virtuali debbono allo stato ritenersi attività lecite; le parti sono libere di obbligarsi a corrispondere somme anche non espresse in valute aventi corso legale. Si richiama tuttavia l’attenzione sul fatto che le attività di emissione di valuta virtuale, conversione di moneta legale in valute virtuali e viceversa e gestione dei relativi schemi operativi potrebbero invece concretizzare, nell’ordinamento nazionale, la violazione di disposizioni normative, penalmente sanzionate, che riservano l’esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati (artt. 130, 131 TUB per l’attività bancaria e l’attività di raccolta del risparmio; art. 131 ter TUB per la prestazione di servizi di pagamento; art. 166 TUF, per la prestazione di servizi di investimento)”.

in termini di “strumenti finanziari”(31) o nella versione anglosassone di financial instruments (o spesso, solamente securities(32)).

Occorre dunque interrogarsi se e in che limiti, lo svolgimento di una serie di atti giuridici o di “attività” (acquisto, vendita, intermediazione, gestione o consulenza) che abbiano ad oggetto criptovalute - specie ove risultino caratterizzate da una motivazione latamente “finanziaria” e che siano quindi funzionali ad operazioni di natura “speculativa”, pur nella difficoltà di riconoscerne esternamente i tratti, spesso confinati nelle imperscrutabili determinazioni psicologiche dell’agente – possano o debbano essere valutati nell’ambito della disciplina dei c.d. “servizi di investimento”; e se quell’attività debba allora attenersi scrupolosamente alla disciplina che li regola. In particolare, il problema pare oggi porsi con particolare urgenza in relazione al caso di

(31) Si noti come anche la recente sentenza di Verona (cfr. Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, commentata da M. Passaretta, “Bitcoin: il leading case italiano”, in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. 4, 2014, p. 471 e da C. Tatzzi, “Bitcoin: natura giuridica e disciplina applicabile al contratto di cambio in valuta avente corso legale”, in *Ridare.it*, 9 agosto 2017) che per prima si è occupata di bitcoin e che qualifica frettolosamente il fenomeno in termini di “strumento finanziario”. Deve infine citarsi il primo sequestro, per “abusivismo finanziario”, di un sito di trading on line di criptovalute disposto to dal GIP di Roma nella primavera scorsa (sito *Cripto.trade*).

(32) Termine che parrebbe talora usato in un’accezione più ampia di quella tecnica emergente dalla normativa comunitaria e tale, dunque, da poter ricomprendere ciò che da noi pare talora riconducibile alla nostrana, più ampia, categoria tecnica di “prodotto finanziario”, piuttosto che a quella più circoscritta di “strumento finanziario”, ovvero di “valore mobiliare”, analogamente a quanto può riscontrarsi nel Regno Unito con riferimento al concetto di “specified investments” recepito nel Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544) (RAO); concetto quest’ultimo sicuramente più ampio di quello di “financial instruments” recepito dalle Direttive MIFID. Sulla nozione di strumento finanziario nel nostro ordinamento, cfr. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, p. 81 ss., in particolare 84-86; R. Costi e L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, VIII, Padova, 2004, p. 1-2 e 39 ss; L. Gaffuri, *I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi*, Milano, 2010, p. 9 ss. Può poi rinviarsi alla risalente Comunicazione Consob del 16 marzo 1999 n. 99018236. In ambito europeo cfr. N. Moloney, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, 202; G. Castellano, *Towards a General Framework for a Common Definition of “Securities”: Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts*, in *Uniform Law Review*, 2012, 17, 3, p. 449; E. Guttman, *Investment Securities Law: New Federal and State Developments and Their Effect on Article 8*, in *UCC Law J.*, 1991, p. 307.

acquisto, vendita, offerta al pubblico o intermediazione di criptovaluta per mezzo di “piattaforme digitali” operanti sul web a cui accedono direttamente gli utenti(33).

L’ambito normativo specifico che occorre qui indagare è dunque costituito dal Titolo II della Parte II del TUF, “Servizi e attività di investimento” e dalle connesse disposizioni di cui al Regolamento Intermediari(34).

Il TUF, come noto, ha introdotto nell’Ordinamento una definizione chiusa di “servizi e attività di investimento” elaborata sulla base della direttiva 93/22/CEE; ai sensi dell’art. 1, comma 5, TUF (limitandoci qui a quelle che più possono rilevare ai fini della nostra analisi) si individuano le seguenti attività: “a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione ordini per conto dei clienti;(...); e) ricezione e trasmissione di ordini(35) ...”.

Da questa prima analisi, potrebbe allora effettivamente osservarsi una piena conformità delle attività che hanno luogo sempre più frequentemente sulle piattaforme di “negoziazione” di criptovalute, con le condotte classicamente considerate nella definizione dei citati tipici “servizi di investimento”; ed in particolare, appunto, negoziazione e “mediazione”. Come anticipato, tali attività e servizi risulteranno però sottoposti alla disciplina dei “servizi di investimento” solo nel caso in cui, sotto un profilo oggettivo - ai sensi dell’art. 1, comma 5, TUF – “abbiano ad oggetto strumenti finanziari”; “strumenti finanziari” come

(33) In virtù della natura polverizzata (“collettiva”) della “raccolta” di “risparmio” convogliato poi come “conferimento in” o “finanziamento di” iniziative di varia natura che, a loro volta, possono apparire “polverizzate” e che – a seconda del modello di business variamente osservabile sulle piattaforme, potrebbe giustificare una assimilazione del fenomeno qui in esame a quello dell’equity-based o investment-based crowdfunding e, talora, anche a quello del lending-based crowdfunding – non può escludersi altresì l’accostamento di taluni modelli operativi e di business del a quello della “gestione collettiva del risparmio”, chiamandosi allora in causa la disciplina applicabile oggi ai FIA, come oggi disciplinati dal TUF, a seguito del recepimento della direttiva AIFM n. 2011/61/EU. In tal senso v. anche ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op. cit., par. 166.

(34) Regolamento adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

(35) Ai sensi dell’art. 1, comma 5- sexies, TUF per “ricezione e trasmissione ordini” si intende l’attività “consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un’operazione fra loro (mediazione)”.

definiti dall'art. 1, comma 2, TUF, che rinvia alla Sezione C dell'Allegato I. Ed è su questa nozione che occorre allora soffermarsi.

Come risulta evidente dall'esame del ricco novero di ciò che oggi deve ritenersi “strumento finanziario” nel nostro Ordinamento, le criptovalute non paiono essere esplicitamente considerate dalla, o riconducibili alla, categoria giuridica in questione⁽³⁶⁾; potrebbe anzi a tal fine sottolinearsi l'esplicita esclusione per gli “strumenti di pagamento”, che non costituiscono “strumenti finanziari”, come chiarito dallo stesso art. 1, comma 2, TUF, esclusione evidentemente giustificata dal fatto che per i primi esiste già uno specifico corpus normativo ad hoc che ne disciplina la riserva di accesso al mercato e le peculiari regole comportamentali e organizzative. E tuttavia, seppur si possa convenire nell'escludere la riconducibilità delle criptovalute - anche di quelle di tipo strettamente “monetario” - nell'ambito della fattispecie degli “strumenti di pagamento”, ciò non può però valere⁽³⁷⁾ a riaprire automaticamente⁽³⁸⁾ ad esse la porta di accesso a quella che è oggi una categoria giuridica normativamente ben definita sia nell'ordinamento nazionale che in quello europeo da cui promana⁽³⁹⁾.

Parrebbe⁽⁴⁰⁾ allora di doversi concludere nel senso che, ad oggi e salvo quanto diremo in appresso al successivo paragrafo con specifico

(36) Categoria “puntuale” che pur appare passibile di “evoluzione” normativa, ad opera del MEF (sentita Consob e Banca d'Italia), al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e degli orientamenti europei, come previsto nell'art. 18.5 del TUF.

(37) Come pare di ritenere E. Girino, op. cit.

(38) Diverso il caso in cui la valuta o anche criptovaluta sia il sottostante di “contratti finanziari differenziali”, che costituiscono sicuramente “strumenti finanziari” come oggi ben chiarito nella Sezione C dell'Allegato I del TUF al punto (9).

(39) Cfr. la Direttiva n. 2004/39/CE (c.d. MIFID) e successivamente la Direttiva 2014/65/UE (MIFID II).

(40) Il condizionale è oggi imposto dalla non sempre immediata ricostruibilità dell'orientamento sin qui adottato dalla Consob; in un recente caso (COINOA del marzo 2018) la Commissione ha infatti ritenuto che l'attività svolta da un sito di trading di bitcoin sul Forex fosse assimilabile tout court alla prestazione di “servizi di investimento” aventi ad oggetto “strumenti finanziari”, riproducendo un precedente orientamento del luglio 2017 nel caso SWISSCI, ove però la conclusione pareva giustificata dalla circostanza che la piattaforma in questione consentiva l'investimento in “valuta, materie prime, indici e CFD”, e quindi in una serie di asset, alcuni dei quali sicuramente riconducibili a “strumenti finanziari”. Probabilmente, anche nel

riguardo ai security tokens, l'attività di negoziazione o di intermediazione in "criptovalute" – anche laddove la determinazione dell'"utente" di acquistare una data criptovaluta di tipo "monetario" o "utility" – risultasse guidata esclusivamente ed esplicitamente da motivazioni di natura finanziaria, di "investimento", "speculative" – non violi, di per sé, alcuna riserva di attività, potendo esser svolta al di fuori di quelle che sono le norme comportamentali (MIFID) previste per il caso in cui quella attività avesse invece ad oggetto "strumenti finanziari"(41). Non pare dunque condivisibile l'impostazione che

primo caso – seppur gli elementi desumibili dalla Delibera 20346/18 non aiutino granché l'interprete – l'oggetto di investimento non poteva ritenersi individuabili nella mera criptovaluta (conformemente al risalente orientamento in base al quale la mera "valuta" è stata sin qui tradizionalmente esclusa dal novero degli strumenti finanziari; v. già Consob, Comunicazione del 23. 9. 1996) ma in "contratti differenziali" come infatti tipicamente avviene sul mercato "Forex" (su cui v. Consob, Comunicazione a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a investimenti in CFD e opzioni binarie, nonché la sezione dedicata a Cfd, forex e opzioni binarie sul sito Consob dedicato agli "abusivismi finanziari"). In definitiva quindi i "prodotti" considerati in entrambi i casi risultano riconducibili alla categoria degli "strumenti finanziari" sub specie di "contratti differenziali", espressamente considerati nella Sezione C dell'Allegato I del TUF al punto (9). E tale conclusione pare altresì confermata nella Delibera Consob n. 20381 del 13 aprile 2018, in relazione al caso ROYALCRIPTO, riguardante infatti "contratti aventi ad oggetto – inter alia - criptovalute". In tal senso si veda anche la recente Consultazione avviata da Consob il 7 gennaio 2019 in materia di "Adozione di misure di intervento da parte della Consob sull'offerta agli investitori al dettaglio di opzioni binarie e contratti per differenza". I casi successivamente analizzati dalla Consob paiono diversi, (così i recentissimi casi di TOGACOIN e CRYPTON), risultando qui piuttosto applicabile la categoria del "prodotto finanziario". In questi casi la Consob è intervenuta a censurare il (solo) profilo dell'"offerta al pubblico" in violazione alla disciplina informativa del prospetto ((art. 94 TUF), probabilmente perché la valutazione dell'Autorità non ha potuto, nei casi esaminati, estendersi oltre la fase preliminare dell'offerta (o ancor meglio della "comunicazione" di essa al pubblico), avendo il meritorio, tempestivo, intervento dell'autorità di vigilanza evitato che si determinassero in quei casi, i presupposti per valutare e censurare altri delicati profili che ben potrebbero porsi; quelli cioè attinenti alla riserva e alle modalità di quell'offerta che, ragionevolmente avrebbe potuto comportare l'applicazione della disciplina dell'"offerta e collocamento a distanza di prodotti finanziari". Per un più esatto riferimento ai provvedimenti Consob citati sopra si rinvia alla nota 3.

(41) Nel senso della non riconducibilità delle "criptovalute" nell'ambito degli "strumenti finanziari" v. R. Bocchini, op. cit.; N. Vardi, op. cit.; P. Iemma e N. Cuppini, op. cit. e, parrebbe anche N. Vardi, op.cit., sebbene l'Autore parli genericamente di "strumenti di investimento".

ritiene – peraltro dopo aver ricondotto le criptovalute indistintamente intese⁽⁴²⁾ nell’ambito della (pur assai ampiamente ricostruita) nozione di “prodotto finanziario” - applicabile tout court la disciplina dei “servizi di investimento”, arrivando quindi ad assimilare il servizio prestato dalle piattaforme di negoziazione di criptovalute al servizio di negoziazione “per conto proprio” o “per conto dei clienti” in strumenti finanziari⁽⁴³⁾.

Né le conclusioni sopra raggiunte parrebbero cambiare, laddove la piattaforma di negoziazione in questione abbia indotto il cliente all’acquisto, convincendolo della bontà finanziaria dell’investimento, limitandosi a rappresentargli (purché senza arrivare a promettergli o, tanto meno, a garantirgli) la performance registrata dalla criptovaluta stessa, in un determinato intervallo temporale, magari comparandola ad altri indicatori, quali andamento del tasso di inflazione, dell’oro, etc⁽⁴⁴⁾.

Estrema cautela dovrà comunque adottarsi nella comunicazione e nelle modalità di offerta delle criptovalute con “finalità di investimento”; ci si dovrà infatti e comunque attenere a rigidi criteri di correttezza, in maniera tale che la condotta tenuta non possa risultare ingannevole e omissiva e/o non si incorra in pratiche commerciali scorrette o in altre violazioni del Codice del Consumo, come rilevato recentemente dall’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato in relazione al caso della vendita di diamanti con finalità di investimento tramite canali bancari⁽⁴⁵⁾ e ribadito nella recente e già citata sentenza del Tribunale di Verona nel “primo leading case italiano” avente ad

(42) E cioè le “criptovalute” in senso stretto – caratterizzate cioè da una funzione “monetaria” – e non, quindi, quella particolare tipologia riconducibile ai security tokens, su cui ci soffermeremo in appresso al par. 3.

(43) In tal senso si esprime convintamente Girino, op. cit., par. 8., assimilando però discutibilmente la disciplina applicabile a “strumenti finanziari” e a “prodotti finanziari”.

(44) Tale è la conclusione cui giunge la Consob nel valutare quali debbano ritenersi gli indici che individuano un “prodotto finanziario” (v. più nel dettaglio il seguente paragrafo 5.; conclusione che allora può ben applicarsi, e maggior ragione, nella individuazione dei “servizi di investimento” che abbiano ad oggetto “strumenti finanziari”. V. Consob, Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013.

(45) Si vedano i due noti provvedimenti PS10677 e PS10678 del settembre 2017.

oggetto criptovalute(46), con particolare riguardo alla “commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori”.

Le considerazioni di cui sopra si riferiscono all’attuale quadro normativo, dovendosi tuttavia segnalare come la corretta qualificazione delle valute virtuali sia oggi all’attenzione di tutti i Regulators, impegnati ancora nella chiara definizione del fenomeno e nella individuazione della disciplina ad esso più congeniale, in tal senso potendosi già riscontrare iniziative normative anche a livello europeo(47). Da questo punto di vista appare utile soffermarsi a considerare la circostanza, osservabile oggi nella realtà operativa delle criptovalute, che la stragrande maggioranza delle (sedicenti) transazioni che avrebbero quelle ad oggetto, in realtà le hanno ad oggetto (forse) in via solo indiretta(48). L’accesso diretto al protocollo bitcoin tramite la tecnologia blockchain ad esempio, (per effetto dell’attività di “estrazione”, mining) risulta oggi per complessità, tempo, costi e rischi, attività rimessa ad una platea assai limitata di operatori dotati delle

(46) V. Sopra nota 31.

(47) Il non facile compito “qualificatorio” che si trovano a dover affrontare legislatori, regolatori e policy makers pare correttamente impostato nell’ art. 5bis della Proposta di Direttiva di modifica della Direttiva 2014/65/UE (COM(2018)0099)- C8-0102/2018- 2018/0047(COD)). Per una approfondita impostazione di tale problematica in ottica comparatistica, rinviamo ancora a ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op.cit.

(48) In base alle più autorevoli fonti oggi reperibili, a cui rimandiamo, si individuano solo in una porzione residuale le operazioni che abbiano genuinamente e direttamente ad oggetto bitcoins: cfr. M. Summerville, *Crypto Trading: Platforms Target Institutional Market* (TABB Group, 5 aprile 2018) reperibile in <https://research.tabbgroup.com/report/v16-013-crypto-trading-platforms-target-institutional-market/>; T. Demeester, *Bitcoin: digital gold or digital cash? Both* (Medium, 15 gennaio 2017) reperibile in <https://medium.com/@tuurdemeester/bitcoin-digital-gold-or-digital-cash-both-382a346e6c79>; R. Anderson, I. Shumailov, M. Ahmed and A. Rietmann, *Bitcoin Redux* (Cambridge University, Computer Laboratory, 28 maggio 2018), 15 reperibile in https://weis2018.econinfosec.org/wp-content/uploads/sites/5/2018/05/WEIS_2018_paper_38.pdf. Sulle dimensioni del mercato v. *Bitcoin whales* “control third of market with \$37.5bn holdings (Financial Times, 9 giugno 2018) reperibile in <https://www.ft.com/content/c4b68aec-6b26-11e8-8cf3-0c230fa67aec> e A. Stanley, *Uncharted Bitcoin OTC Markets Gear Up For Institutional Inflows* (Forbes, 23 ottobre 2018) reperibile in <https://www.forbes.com/sites/astanley/2018/10/23/uncharted-bitcoin-otc-markets-gear-up-for-institutional-inflows/#1ecbd4f57bac>.

necessarie conoscenze, infrastrutture e risorse; la stragrande maggioranza delle transazioni che oggi avvengono sul mercato hanno in realtà (e nei migliore dei casi) ad oggetto non bitcoin direttamente, ma solo “indirettamente” e, attraverso servizi di negoziazione “over the counter” e “deposito e custodia” (tramite digital wallet ovvero online hosted wallets riferibili al singolo “cliente”, ovvero in regime di confusione con altre posizioni), prestati da intermediari (“piattaforme” o exchange) più o meno improvvisati⁽⁴⁹⁾. E ciò, non diversamente per quanto avviene oggi con riguardo alla stragrande maggioranza di operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari dematerializzati emessi da emittenti che aderiscono a sistemi di gestione e negoziazione accentrata e/o a connessi sistemi di clearing e netting, laddove la stessa dimensione ontologica dello “strumento” finisce per confondersi fino a coincidere con l’insieme delle relazioni giuridiche (di natura essenzialmente negoziale) intercorrenti tra emittente, gestore del sistema centralizzato e aderenti. Il mito anarcoide di una “moneta” virtuale totalmente disintermediata e svincolata dal “signoraggio” imposto da autorità monetarie e da intermediari (bancari) sembra rivelarsi, nella realtà, poco più di una leggenda metropolitana, reincarnandosi, nella diffusa inconsapevolezza dei più, in consolidate logiche di intermediazione che fruttano ovviamente lucrosi margini a chi le gestisce⁽⁵⁰⁾, sottraendosi però a qualsiasi forma di controllo volta

(49) Il fenomeno si presenta quindi oggi come essenzialmente “an entirely self-referential and self-reproducing secondary market phenomenon”, così T.S. Omarova, *New Tech v. New Deal: Fintech As A Systemic Phenomenon* (Cornell University, Cornell Legal Studies Research Paper no. 18-39, 2018), 42 reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3224393. Si osservi come “Crypto-assets may be traded or exchanged for fiat currencies or other crypto-assets after issuance on specialised trading platforms. Estimates suggest that there are more than 200 trading platforms operating globally, although a handful concentrate most of the flows.^{21,22} The largest platforms are currently located outside of the EU, in Asia or in the United States. Only between a fourth and a third of those crypto-assets issued through ICOs are being traded. The daily trading volumes are in the range of USD 10-15bn, down from a peak of around USD 70bn in January of 2018.²⁶ These figures need to be taken with caution though as a number of platforms seemingly inflate the volumes that they trade. Also, while there are over 2,050 crypto-assets, most trading happens in Bitcoin, followed by Tether and Ether”, così può leggersi in, ESMA, *Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, op. cit., par. 35.

(50) “Trading platforms earn revenues from listing, trading and sometimes safekeeping fees. Listing fees on crypto-asset trading platforms can be significant and

a garantire la loro affidabilità e sicurezza. Ne consegue, ancora una volta, che – per lo meno nella prospettiva regolamentare da noi qui adottata – potrebbe risultare secondario un approccio analitico di tipo “interno”, volto a definire la natura giuridica del “bene”, “valuta virtuale” (ad es. il bitcoin) per poi individuarne le regole di “primaria” accumulazione, custodia e circolazione; oggi le primarie e più urgenti istanze di tutela dei “risparmiatori” dovrebbero piuttosto appuntarsi nella regolamentazione degli “intermediari” che offrono sul mercato servizi di “negoiazione” e “deposito” delle “criptovalute”, da questo punto di vista potendosi anche prescindere (per certi versi e in una prima fase) da quella che rimane la complessa, mutevole e aperta questione della natura giuridica del fenomeno sottostante e della sua regolamentazione giuridica “primaria”, per concentrarsi invece, in una prospettiva rivolta alla dimensione “esterna” del fenomeno, sull’imposizione ad essi (e ribaltamento su essi) di consolidate regole comportamentali e presidi organizzativi (in primis, le regole di detenzione e segregazione patrimoniale delle “posizioni” dei clienti nelle sottostanti criptovalute, che estendano quindi le attuali tutele esistenti nell’ambito della disciplina dell’intermediazione mobiliare o dell’attività bancaria, rispetto al rischio di insolvenza dell’intermediario, ovvero le basilari regole comportamentali di “investor and consumer protection”, o quelle in materia di conflitti di interessi e di “resilienza cibernetica”(51)). Da questo punto di vista allora, de jure condendo, l’approccio regolamentare regolamentare che potrebbe da subito risultare opportuno – superandosi la fase di “wait and see” che ha sin qui prudentemente caratterizzato l’atteggiamento dei regolatori – potrebbe individuarsi in quello di estendere al fenomeno in esame (in tutto o in parte) il regime di riserva e le connesse fondamentali prescrizioni comportamentali e organizzative oggi applicabili ai “servizi di investimento” ovvero ai “servizi di pagamento”, mutatis mutandis, in capo a chiunque offra oggi sul mercato analoghi attività e servizi che abbiano le “criptovalute” ad

range from USD 50,000 to USD 1,000,000”, così può leggersi in, ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019 cit., par. 37. Con riferimento al ruolo svolto dagli intermediari, v. M. Bellino, I rischi legati all’ecosistema Bitcoin: I nuovi intermediari, in Riv. dir. banc., aprile 2018.

(51) Su cui può rinviarsi a G.L. Greco e F. Bonardi, La “resilienza cibernetica”, delle infrastrutture del mercato finanziario, in Diritto Bancario, 14 gennaio 2019.

oggetto. Certo, ciò non esimerà i Policy Makers dal doversi confrontare con la disciplina giuridica, in primis in una ottica civilistica, del peculiare “sottostante” e dalla messa a punto di un corpus di regole volte a disciplinarne l’“emissione”, il regime giuridico di proprietà, possesso e detenzione, e le regole di circolazione; è infatti evidente che le stesse regole comportamentali e presidi organizzativi a cui dovranno ritenersi tenuti gli emittenti o gli “intermediari”, dovranno essere di volta in volta essere adattati alle risultanze dell’analisi giuridica della sottostante “criptovaluta”, potendo variare a seconda della circostanza che essa risulti, di volta in volta e caso per caso, descrivibile come “piattaforma centralizzata” (il che darà luogo a transazioni “on-chain” rispetto al circuito DLT), ovvero come “piattaforma decentralizzata” (il che darà luogo, invece, a transazioni “on-chain” rispetto al circuito DLT); del fatto che essa fornisca servizi di tipo brokers/dealers, ovvero sia descrivibile in termini di “sistema multilaterale di negoziazione”; a seconda che essa fornisca servizi di “custodia” attraverso e-wallets, ovvero che li affidi a soggetti esterni (c.d. wallet providers); in virtù del modello “circolatorio” negozialmente adottato sulla piattaforma di volta in volta in questione, con riguardo alle posizioni di natura dominicale ovvero obbligatoria su di essa osservabile. Evidentemente la tipologia dei rischi (in primis quelli di controparte) per gli investitori e le conseguenti esigenze regolatorie varieranno da caso a caso in base a quella realtà sottostante.

3. *Le criptovalute come “valori mobiliari”?*

Un approccio analitico certamente diverso potrebbe richiedere il caso particolare di quelle criptovalute riconducibili - con riguardo al loro sottostante o intrinseco modello di business e alle finalità della “raccolta” svolta dalla/sulla piattaforma, più che alla criptovaluta oggettivamente intesa - alla fattispecie nota, nella tassonomia tecnica oggi per lo più accettata, come “security tokens”(52); posto che qui

(52) Che tende oggi a distinguere tra criptovalute (in senso stretto, con funzione “monetaria”), utility tokens e security tokens: V. T. Euler, *The token classification framework: a multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens*, op.cit, in cui i security tokens appaiono riconducibili ai “valori mobiliari” nostrani.; cfr. Iemma e Cuppini, op cit, i quali definiscono il security tokens come quella tipologia di “criptovalute” rappresentativa “di diritti economici legati all’andamento

dell’iniziativa imprenditoriale (ad esempio, il diritto di partecipare alla distribuzione dei futuri dividendi) e/o di diritti amministrativi (ad esempio, diritti di voto su alcune materie)”; in argomento si veda anche R. Bocchini, op cit. Per una tassonomia delle criptovalute di tipo “monetario”, si veda BCE, Virtual Currency Schemes – A Further Analysis, op. cit.;. A livello internazionale, sono ormai molte le autorità di vigilanza che, al ricorrere di certe circostanze hanno ritenuto potenzialmente riconducibili le “criptovalute” nell’ambito delle “securities”: inter alia, si veda l’approccio assunto dalla SEC, in base al quale solo in certi casi, le “criptovalute” (o i tokens) possono essere assimilati a “securities”, termine qui usato in senso ampio tale da poter ricomprendere ciò che da noi pare normalmente riconducibile alla categoria del “prodotto finanziario”, più che a quella dello “strumento finanziario”, ovvero del “valore mobiliare”; v. US SEC, Investor Bulletin: initial coin offerings, 25 luglio 2017, reperibile in https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings, e successivamente il Warning del marzo 2018 in materia di ICOs. Lo stesso approccio “a geometria variabile” pare adottato dalle autorità di vigilanza britanniche: v. Financial Conduct Authority (FCA), Initial Coin Offerings, 12 settembre 2017, in: <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>, nonché la recentissima consultazione avviata il 23 gennaio 2019 sul documento CP19/3: Guidance on Cryptoassets su cui, per un primo commento, può rinviarsi a D. Di Maio, La Guidance sui cryptoassets della FCA: riflessioni sull’evoluzione del quadro regolamentare, in *Diritto Bancario*, 6 febbraio, 2019. Cfr. inoltre la posizione assunta dall’autorità di vigilanza canadese nel documento CSA Staff Notice 46-307, Cryptocurrency Offerings del 24 agosto, 2017; l’autorità australiana nella nota Initial coin offerings, Information Sheet” (INFO 225) del maggio 2018; l’autorità di Hong Kong, Securities and future Commission con lo Statement on initial Coin Offerings del 5 settembre 2017; l’autorità svizzera FINMA, nelle linee guida 4/2017 del 29 settembre 2017 e del 16.02.2018; l’autorità giapponese FSA warning del 27 ottobre 2017; nonché la European Securities and Markets Authority (ESMA) con i comunicati emessi in data 13 novembre 2017 e, da ultimo con l’Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, op. cit., parr. 76 ss e Annex 1. La delicata qualificazione e perimetrazione concettuale delle “criptovalute” pare correttamente accolta nella “Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari” (COM (2018)0099 – C8-0102/2018 – 2018/0047(COD)); laddove all’art. 5 bis può leggersi come “Le valute virtuali sono utilizzate dagli investitori al dettaglio in sostituzione di altre attività. A differenza di altri strumenti finanziari, le valute virtuali sono attualmente in gran parte non regolamentate. Di conseguenza, i mercati delle valute virtuali mancano di trasparenza, possono essere soggetti ad abusi di mercato e soffrono della mancanza di una protezione di base per gli investitori. La Commissione dovrebbe tenere sotto controllo le valute virtuali e proporre orientamenti chiari che definiscano le condizioni alle quali esse potrebbero essere classificate come strumenti finanziari e, se necessario, aggiungere le valute virtuali all’elenco degli strumenti finanziari come nuova categoria. Se giunge alla conclusione che è opportuno regolamentare le valute

potrebbe assumere certamente rilevanza la nozione di “strumenti finanziari”, in particolare di quel suo sottoinsieme “aperto” di cui alla nozione normativa di “valori mobiliari”(53) ex art. 1 bis del TUF, laddove sia riscontrabile, inter alia, il tratto della “negoziabilità”(54). In particolare pare assumere oggi particolare rilievo il fenomeno delle c.d. ICOs, (initial coin offers), e ancor più delle c.d. STOs (Security Tokens Offerings) (55) – che nella fattispecie sarebbero allora per molti versi

virtuali, la Commissione dovrebbe presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una proposta al riguardo”.

(53) Per una evoluzione storica della categoria dogmatica in questione può rinviarsi a: A. Riera, *I Valori mobiliari*, Roma, 1926; G. Visentini, *I valori mobiliari*, in *Tratt. Rescigno*, XVI, Torino, 1985; F. Carbonetti, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, 280; G. Ferrarini, *I nuovi confini del valore mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 741; C. Rabitti Bedogni, *Valore mobiliare e investment contract*, in *Contratto e Impresa*, 1992, p. 107; E. Righini, *I valori mobiliari*, Milano, 1993; A. Serra, *I valori mobiliari*, in *Enc. Dir.*, XLVI, Milano, 1993; L. Salomone, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995; M. Avagliano, *Valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, 16, Milano, 2008, p. 453; P. Spada, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008, p. 633 ss; G. La Rocca, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di “strumento finanziario”*, Torino, 2009; A. Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e i valori mobiliari nel t.u.f. aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2009, I, p. 807 ss.; M. Onza, L. Salomone, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca Borsa e Titoli*, 2009, 567; N. Salanitro, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca Borsa e Titoli*, 2009, p. 1 ss.; V. Chionna, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari*, in *Banca Borsa e Titoli*, 2011, 1, p. 86; M. Frattini, *Commento all'art. 1, commi 1 e 2 TUF*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Frattini e G. Gasparri, artt. 1-90 – tomo I, Torino, 2012, p. 26 ss.

(54) Da intendersi, come noto, in senso lato, non riferita cioè alla esistenza di un “mercato regolamentato”; in tal senso, per tutti, v. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, op.cit, p. 85. A tal riguardo potrebbe talora ritenersi applicabile – mutatis mutandis – la disciplina dei “prodotti finanziari illiquidi” (dove il termine “prodotto” pare usato in senso a-tecnico, avendosi in essa piuttosto riguardo a “strumenti finanziari” – di cui alla Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, Livello 3 – Regolamento Intermediari. Lo stesso approccio appare accolto nel recentissimo ESMA, *Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, op.cit.

(55) In relazione alla possibile riconduzione delle ICOs (e ancor più, di quella particolare forma che sono le STOs , Security Tokens Offerings) nell'ambito della disciplina del collocamento di valori mobiliari, cfr. Financial Conduct Authority(FCA), *Initial Coin Offerings*, 12 settembre 2017, disponibile sul sito istituzionale dell'Autorità: <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>

assimilabili a vere e proprie IPOs(56) - consistenti nelle peculiari modalità con cui sulle piattaforme informatiche avviene l'offerta, o latamente la "vendita" di criptovalute(57).

Da tutto quanto sopra, ne conseguirebbe allora l'applicabilità della disciplina MIFID e, quindi, potenzialmente, quella inerente ai molteplici "servizi di investimento" che - a seconda dello specifico modello operativo e di business adottato dalla piattaforma di volta in volta in esame - potrebbero andare dalla negoziazione "in proprio" o "conto clienti", alla "mediazione" di ordini, ovvero al collocamento, e financo alla gestione (individuale o collettiva). Deve però qui ribadirsi come - in relazione ai peculiari modelli di business che fossero osservabili sulle piattaforme che "emettono"/"negozano" "security tokens", in virtù di quel fenomeno di confusione/sovrapposizione di ruoli e funzioni che, in modo del tutto peculiare, caratterizza il modello collaborativo-collettivo-diffuso - potrebbe non risultare spesso facile e immediato identificare gli stessi ruoli di "investitore", "collocatore", "intermediario" ma anche di "emittente"(58).

Non è infatti affatto da escludere che nell'ambito delle ICOs, (initial coin offers) o di quella particolare forma che sono le STOs (Security Tokens Offerings) - in virtù del modello operativo adottato - la stessa piattaforma sia essa stessa da considerarsi in veste di "emittente"/"offerente", ovvero possa assumere il ruolo di

offerings, nonché, ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements, 13 novembre 2017, ESMA50-157-828, reperibile in <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>. La Francia si pone all'avanguardia nella disciplina del fenomeno delle ICOs, grazie all'art 26 del "Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises (PACTE)," approvato lo scorso 12 settembre, 2018, che prevede un regime autorizzativo sottoposto al controllo dell'Authorité des Marchés Financiers (AMF).

(56) Il tema è stato affrontato dalla Consob in più occasioni. Si vedano i documenti *Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono* e *Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute*, entrambi reperibili sul sito dell'Autorità.

(57) V. P. Iemma e N. Cuppini, op.cit.

(58) Occorrerebbe peraltro interrogarsi ulteriormente sulla possibilità che, sotto un profilo soggettivo, una "piattaforma" possa ritenersi un "emittente", dovendosi allora necessariamente individuare il "soggetto" a cui essa possa essere a tal fine ricondotta, alla luce della nostrana disciplina della "raccolta del risparmio" e della nozione di "emittente" accolta nella Direttiva MIFID (art. 2.2) e nella Direttiva Prospetto (art. (1) h.).

“manufacturer” ai sensi della Direttiva n. 2014/65/UE (MIFID II) e del Regolamento 1286/14 (PRIIPs). In tale evenienza, pur non ponendosi allora un problema di “collocamento” - vista l’identità soggettiva emittente-offerente-collocatore - potrebbe però ragionevolmente risultare comunque applicabile la disciplina della promozione e collocamento a distanza ex art. 32 TUF (e artt. 125 e ss. del Regolamento Intermediari), applicandosi così alla piattaforma sia la disciplina della riserva operativa che quella comportamentale ivi prevista e su cui ci soffermeremo più in dettaglio nel prosieguo. Ancora, occorrerebbe interrogarsi sulla possibilità di qualificare le piattaforme stesse come “sedi di negoziazione”, con tutto ciò che ne conseguirebbe⁽⁵⁹⁾; e ancora, potrebbe talora risultare riscontrabile qui un fenomeno di “self-placement”, richiedendosi allora alla piattaforma di essere autorizzata al servizio di “esecuzione ordini” ex art. 4,1(5), della Direttiva MIFID II con applicazioni delle relative regole comportamentali.

Fuori da questa ultima ipotesi ricostruttiva del fenomeno e sempre purché la criptovaluta risulti effettivamente descrivibile in termini di “valore mobiliare”, potrebbe più spesso risultare applicabile o rilevante, in relazione all’attività di “intermediazione” svolta dalle “piattaforme” specie in relazione alle ICOs, la riserva e la disciplina del servizio di investimento individuabile nel “collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell’emittente” di cui alla lettera c-bis) dell’art. 1, co. 5, TUF, nonché, al ricorrere dei suoi presupposti, la disciplina della “offerta al pubblico”⁽⁶⁰⁾.

Il tratto distintivo del servizio di collocamento risiede, come noto, nell’“accordo tra l’emittente (o l’offerente) e l’intermediario collocatore, finalizzato all’offerta al pubblico, da parte di quest’ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate”⁽⁶¹⁾. L’accordo ha una

(59) Potendo allora risultare applicabile la riserva di attività e della relativa disciplina delle “sedi di negoziazione” ai sensi e per gli effetti degli articoli 62 e ss del TUF.

(60) Rinviamo, per una analisi della relativa disciplina, a quanto diremo al successivo par. 6. con riguardo ai “prodotti finanziari”, atteso che essa si applica anche (e a maggior ragione) alla categoria degli “strumenti finanziari” e al suo sottoinsieme dei “valori mobiliari”.

(61) Sul punto, cfr. Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997.

natura promozionale / propulsiva ed è funzionale ad un'offerta avente caratteristiche standardizzate nell'ambito di un'operazione di massa⁽⁶²⁾. L'eventualità che il collocatore si assuma o meno il rischio che l'operazione distributiva non giunga a buon fine è ininfluenza al fine della qualificazione in termini di servizio di "collocamento". Infatti, il servizio di collocamento può manifestarsi nel collocamento con o senza assunzione a fermo o garanzia nei confronti dell'emittente, intendendosi per "assunzione a fermo" la sottoscrizione (underwriting) da parte dell'intermediario di tutti o parte degli strumenti finanziari da collocare; e per "garanzia" l'impegno del collocatore ad acquistare, in tutto o in parte, gli strumenti rimasti invenduti al termine dell'attività promozionale svolta. Attesa l'attuale formulazione dell'art. 1, co. 5, lett. c), TUF, peraltro, è da ritenersi incluso tra i servizi e le attività d'investimento, dunque soggetto a riserva di attività, anche il solo underwriting non seguito dal placing⁽⁶³⁾.

Ove poi, la promozione e il collocamento di "valori mobiliari" avvenga mediante tecniche di comunicazione a distanza, ciò dovrà avvenire nel rispetto delle regole dettate dall'art. 32 del TUF. Secondo la citata disposizione normativa, infatti, "per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato".

La normativa secondaria di cui al Regolamento Intermediari⁽⁶⁴⁾ integra la disciplina in materia. In particolare, l'art. 125 Regolamento Intermediari individua i soggetti legittimati alla prestazione del servizio⁽⁶⁵⁾, precisandosi poi, al penultimo comma dell'art. 125, che

(62) Cfr. M. Fratini - G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, I, Milano, 2012, 50 e ss.

(63) Cfr. M. Fratini - G. Gasparri (a cura di), *op. cit.*, p. 56.

(64) Regolamento adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

(65) Trattasi anche in questo caso di "Le SIM, le imprese di investimento UE con succursale in Italia, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche, le banche italiane e di paesi terzi, le banche UE con succursale in Italia e la società Poste Italiane - Divisione Servizi di Banco Posta autorizzata ai sensi dell'articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, autorizzate allo svolgimento del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c) o c-bis), del Testo Unico nonché, nei casi e alle condizioni stabiliti ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del Testo Unico, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del TUB, autorizzati alla prestazione del medesimo servizio, possono procedere alla

non costituiscono promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza le attività svolte nei confronti dei clienti professionali di cui all'articolo 35, comma 1, lettera d), Regolamento Intermediari⁽⁶⁶⁾, e cioè clienti che possiedano l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono (Allegato n. 3, Regolamento Intermediari); verifiche che però, per il consueto modo di operare delle "piattaforme", risulterebbero spesso di difficile, se non impossibile, effettuazione.

Infine, nel caso in cui una "criptovaluta" fosse ricostruibile in termini di "valore mobiliare" (e, in particolare, di "strumenti finanziari di raccolta"⁽⁶⁷⁾e, quindi, fondamentalmente, ove qualificabili come valori mobiliari rappresentativi di "capitale di debito", e non "di rischio"), ciò implicherebbe di dover tener altresì della vigente disciplina "della raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle

promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di prodotti finanziari nonché di servizi e attività d'investimento prestati da altri intermediari", nonché "Le SIM, imprese di investimento UE con succursale in Italia e le imprese di paesi terzi diverse dalle banche possono procedere alla promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza anche dei prodotti e servizi di cui all'articolo 124, comma 3".

(66) Per "cliente" deve intendersi persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori. Invece, per "cliente professionale" deve intendersi il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 del Regolamento Intermediari e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 6, co. 2-sexies del TUF.

(67) E cioè, "le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso. Rientrano nella definizione le obbligazioni e i titoli similari che prevedono clausole di partecipazione agli utili d'impresa e/o clausole di subordinazione, come disciplinati dall'art. 32 del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, e successive modificazioni. Come chiarito nelle definizioni di cui all'art. 3 delle Disposizioni per la "Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche" emanate da Banca d'Italia ed entrate in vigore 1° gennaio 2017 nel testo pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie generale, n. 271 del 19/11/2016.

banche”(68) ex art. 11 TUB che pone, come noto, una riserva pressoché assoluta a favore delle banche, fuori dal caso in cui la raccolta avvenga, appunto, tramite emissione di tali strumenti. Similmente potrebbe risultare talora applicabile la disciplina di cui alle vigenti “disposizioni in materia di segnalazioni a carattere consuntivo relative all’emissione e all’offerta di strumenti finanziari” ex art. 129 TUB(69), applicabili anche ai soggetti non residenti che offrano in Italia – sia al “pubblico”(70) che in modalità “private placement” - strumenti finanziari(71), anche di diritto estero.

4. (segue) *Criptovalute e crowdfunding*

A seconda della natura della criptovaluta interessata – in particolare ove questa sia descrivibile in termini di “security token”, rectius, “valore mobiliare”(72) ricostruibile o in termini di “capitale di rischio” (equity), ovvero, ora (a seguito delle recentissime innovazioni introdotte con la Legge di Bilancio 2019(73)) anche di “capitale di debito” – e del modello di business adottato dalla relativa piattaforma, il fenomeno potrebbe essere spesso ricondotto a quello dell’equity-based crowdfunding(74) e, adesso, a quello del social lending o lending-

(68) Disposizioni della Banca d’Italia entrate in vigore 1° gennaio 2017 nel testo pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie generale, n. 271 del 19/11/2016.

(69) Cfr. Banca d’Italia, 25 agosto 2015, con entrata in vigore dal 1 ottobre 2016, contestualmente all’abrogazione del Titolo IX, Capitolo 1, delle Istruzioni di Vigilanza per le banche (Circ. 299 del 21 aprile 1999).

(70) Non applicandosi in questo ambito le esenzioni di cui all’art. 100 TUF.

(71) Diversi da quelli oggetto di esenzione, tra cui spiccano in particolare le azioni e analoghi strumenti rappresentativi di capitale di rischio.

(72) Categoria dogmatica storicamente aperta sull’“atipico” (v. sopra nota 53) e capace, quindi, di estendersi ad inglobare le amorfe e spesso difficilmente categorizzabili modalità di investimento, in quel che appare a tutti gli effetti “capitale di rischio” o “capitale di debito”, quali osservabili in molti modelli sottostanti a piattaforme che generano/vendono/offrono “security tokens”.

(73) V L. n. 145 del 2018, in linea con una crescente tendenza a riconoscere e però anche a regolare fenomeni crescenti di shadow banking.

(74) In tal senso, cfr. Financial Conduct Authority (FCA), Initial Coin Offerings, 12 settembre 2017, disponibile sul sito istituzionale dell’Autorità in lingua originale: <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>. Il leading case statunitense in argomento è la vicenda di “The DAO”, di cui al provvedimento SEC

based crowdfunding⁽⁷⁵⁾. Abbio già anzi accennato come - con particolare riguardo ai “security token” che fossero ricostruibili in termini di “capitale di rischio” (equity) - lo stesso schema di partecipazione “condivisa” ad un progetto imprenditoriale comune tra gli utenti-apportatori di “conferimenti”, ravvisabile nel modello di business di qualche piattaforma “primaria”, potrebbe addirittura far

n. 81207 del 25 luglio 2017 che ha fatto applicazione del risalente principio giurisprudenziale elaborato nel risalente leading case SEC v. W.J. Howey co (1946). Anche la già citata sentenza del Tribunale di Verona nel primo leading case italiano avente ad oggetto criptovalute, (cfr. Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, commentata da M. Passaretta, op. cit.), accenna all’applicabilità della disciplina di cui alla Delibera Consob del 26 giugno 2013, n. 18592. Si osservi infine come nel primo, recentissimo caso di ICOs analizzato da Consob – nel quale l’operazione veniva esplicitamente pubblicizzata dai suoi promotori come “la prima crowdfunding al mondo a distribuire payouts durante la crowdsale” – l’Autorità di vigilanza pare essersi limitata a censurare il profilo delle modalità di “appello al pubblico risparmio”, senza valutare il profilo attinente alle modalità di esercizio (riservato) dell’attività in questione; ciò forse perché la vicenda sottoposta al suo esame era ancora nello stadio preliminare di promozione e collocamento. Cfr. Delibera Consob n. 20660 del 21 ottobre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto “token TGA”, effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet <https://togacoin.co.m>. Per un primo commento v. Conso e Martinotti, Le ICO quali offerte al pubblico di prodotti finanziari nell’ultimo orientamento della Consob, in *Dirittobancario* online, 13 novembre 2018.

(75) Fenomeno fino ad oggi esplicitamente disciplinato nel nostro Ordinamento solo nell’ambito della disciplina della raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche (cfr. Disposizioni della Banca d’Italia entrate in vigore 1° gennaio 2017 nel testo pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie generale, n. 271 del 19/11/2016) e ora, per effetto delle recentissime innovazioni già citate, anche nella disciplina del TUF. Trattasi di un fenomeno che si presenta come intersezionale tra la disciplina del credito, della raccolta del risparmio e di servizi di investimento, sfumandosi qui spesso la nozione di strumento (o prodotto) finanziario in quella di “finanziamento” (prestito), confondendosi i ruoli e le funzioni di finanziamento/investimento (considerati dal lato del “prestatore”) con quelli di raccolta/emissione (considerati dal lato del “prenditore”). Sul fenomeno può rinviarsi alla approfondita e documentata analisi di E. Macchiavello, La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia, in *Banca Borsa e Titoli*, I, p. 63 ss nonché a E. Bani, Le piattaforme di peer to peer lending: nuova frontiera dell’intermediazione creditizia, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 163 ss. Per un caso in cui la Consob ha qualificata come “prodotto finanziario” il prodotto offerto da una piattaforma di crow-lending v. Comunicazione Consob 10 dicembre 2010, n.101011143.

pensare alla esistenza di un fenomeno ontologicamente societario, potendosi allora porre un problema di compatibilità di questi schemi con il principio di “tipicità” sancito nel nostro ordinamento dall’art. 2249 c.c., ovvero dovendosi arrivare a concepire la ricostruzione di una nuova forma di “cripto-società”, calata sui modelli societari tipici riconosciuti dall’ordinamento, opportunamente adattati alla nuova dimensione “virtuale”, nel limite del contenuto inderogabile di quelli (rimandando ad altra sede per un approfondimento di quella che potrebbe essere oggi la suggestione di un nuovo modello societario, pur tipico, totalmente virtuale: una spav o una srlv?(76)).

Fuori da queste possibili ricostruzioni evolutive del fenomeno e in maniera già oggi assai più concreta - in virtù delle concrete modalità di funzionamento delle piattaforme (portali on-line o siti web) e degli elementi di connessione operativa che potranno rilevarsi con la giurisdizione italiana(77) – potrebbe allora risultare rilevante la disciplina nostrana del crowdfunding(78); e ciò perlomeno con riguardo

(76) Nell’ambito di quei nuovi fenomeni noti come Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) su cui può rinviarsi a A. Wright e T. De Filippi, *Decentralised Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia*, accessibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2580664.

(77) Profilo questo che, nella fattispecie, attesa la natura eminentemente virtuale del fenomeno, non sarà sempre facile analizzare. Si osservi a tal riguardo come, nella elaborazione svolta sin qui dalla Consob, l’offerta si ritiene perlopiù rivolta a soggetti residenti in Italia e, quindi, sottoposta alla disciplina domestica anche solo in virtù del mero fatto che il sito web sia redatto in lingua italiana, cercandosi così di contrastare fenomeni di arbitraggio normativo, (“forum shopping”) che in assenza oggi di un quadro (almeno) europeo armonizzato finiscono per risolversi in una “competition in laxity”.

(78) Si noti che, ad oggi, non esiste ancora una normativa europea del fenomeno, pur esistendo una Proposta di Regolamento avanzata dalla Commissione Europea nel marzo 2018 - Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business” (COM(2018)0113) - nel quadro disegnato dal Fintech Action Plan. Peraltro, proprio nell’autunno del 2018 il Parlamento Europeo – sulla scorta delle indicazioni formulate dal CEMA (European Parliament’s Committee on Economic and Monetary Affairs) nel “Draft Report” del 10 agosto 2018 (2018/0048(COD)) – ha proprio valutato di estendere l’ambito di tale provvedimento anche al fenomeno (come diremo nel testo, contiguo e, per certi versi, sovrapponibile) dei security tokens e delle relative ICOs o meglio, STOs. L’approccio regolamentare proposto è quello del “doppio binario” che lascia salva, quindi, la normativa nazionale che fosse già presente nell’ambito dei singoli Stati Membri, questo essendo il caso dell’Italia.

alla fase di “primaria” emissione dei tokens, atteso che la nostrana disciplina non pare consentire che i “valori mobiliari” (tokens?) emessi sulle/tramite le piattaforme possano anche essere negoziati sulle stesse. Tale disciplina, in deroga alla consueta disciplina del collocamento e a certe condizioni⁽⁷⁹⁾ - a seguito degli interventi normativi che hanno portato agli attuali artt. 50-quinquies e 100-ter del TUF, da coordinarsi con la legislazione secondaria di cui al “Regolamento sulla raccolta di capitali (non più solo “di rischio”) tramite portali on-line”, (adottato con delibera n. 18592 del 2013 come modificato con successiva delibera n. 20264 del 17.01.2018) - consentono che la raccolta di capitali da parte di PMI e imprese sociali, venga svolta attraverso piattaforme on-line gestite anche da soggetti non rientranti nelle categorie di intermediari autorizzati “di diritto”, sottoponendoli a regole comportamentali alquanto rigide.

Come indicato dalla Consob⁽⁸⁰⁾, l’equity crowdfunding è “quel processo con cui più persone (“folla” o crowd) conferiscono somme di denaro (funding), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet

(79) L’art. 50-quinquies, co. 2, TUF indica che ai soggetti iscritti in apposito registro non si applicano le disposizioni sullo svolgimento dei servizi e delle attività d’investimento (parte II, titolo II, capo II del TUF) e della disciplina della promozione e collocamento a distanza di servizi e strumenti finanziari (art. 32 TUF), come può peraltro leggersi anche nella relazione illustrativa al disegno di legge di conversione del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012. In argomento, Circolare Assonime, L’impresa start up innovativa, n. 11/2013 in Riv. Notariato, 2/2013, p. 776 ss.; A. Crucil, La disciplina dell’equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative, in Riv. Soc., 2013, p. 1058 ss.; E. Fregonara, Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, 2014, p. 9 ss.; R. Battigaglia - M. G. Naccarato, Equity Crowdfunding: prerogativa di tutti o possibilità per pochi?, in *Dirittobancario online*, maggio 2013; A. Guaccero, La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding, in *Banca Borsa e Titoli*, 2014, p. 711; E. Macchiavello, La travagliata evoluzione normativa dell’equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?, in *Riv. Dir. Banc.*, 3/2018; R. Caratozzolo, L’utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l’equity crowdfunding, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 147 ss.

(80) Le indicazioni sono reperibili sul sito della Consob, nella sezione “Educazione finanziaria”, al seguente indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c1>.

(“piattaforme” o “portali”) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa. Si parla di "equity-based crowdfunding" quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società.” Tale istituto non è espressamente definito in via normativa, sebbene l'art. 100-ter - rubricato “offerte attraverso portali per la raccolta di capitali” - ne identifichi i tratti essenziali, disponendo che “Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lettera c)”(81). L'art. 1, co. 5-novies, TUF definisce invece esplicitamente la nozione di “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali” come “una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese” (82).

Dunque, gli elementi che individuano la fattispecie sono: “il mezzo di realizzazione dell'offerta (l'utilizzo di portali on-line); l'oggetto dell'offerta (la sottoscrizione di strumenti finanziari); il corrispettivo

(81) Articolo dapprima inserito dall'art. 30 del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012 e successivamente modificato dall'art. 4 del d.l. n. 3 del 24 gennaio 2015 convertito con modificazioni dalla l. n. 33 del 24 marzo 2015.

(82) Sotto un profilo oggettivo, è dunque oggi possibile – a seguito delle innovazioni introdotte dalla Legge di Bilancio 2019 - possibile svolgere offerte aventi ad oggetto non “strumenti di capitale di rischio”, ma anche di debito, essendosi poi previsto, nel nuovo comma 1-ter dell'art. 100-ter del Tuf che “La sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio”.

totale dell'offerta (che deve essere inferiore a 5.000.000 [n.d.r. ora 8.000.000] di euro)"(83). Con riferimento a quest'ultimo profilo può, dunque segnalarsi che, necessariamente, le offerte al pubblico condotte attraverso portali di crowdfunding rientreranno nelle esenzioni alla disciplina dell'appello al pubblico risparmio in virtù dell'art. 34-ter, co. 1, lett. c), Regolamento Emittenti.

La norma che traccia l'ambito soggettivo di applicazione delle nuove regole è l'art. 50-quinquies, co. 2, TUF: l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per PMI e imprese sociali è infatti riservata oltre che ad intermediari "di diritto"(84), anche "ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalla banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori. Ai soggetti iscritti in tale registro non si applicano le disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell'articolo 32"; tali gestori di portali autorizzati, dovranno poi essere in possesso di alcuni specifici requisiti(85).

(83) Cfr. Circolare Assonime, op. cit., p. 807, ove si precisa che nel caso in cui detti elementi non siano tutti rinvenibili l'offerta al pubblico di partecipazioni al capitale di società start-up (e PMI) innovative ricade nella disciplina generale di cui agli artt. 93-bis ss. TUF (appello al pubblico risparmio); sul punto cfr. A. Guaccero, op. cit., p. 707-708.

(84) Alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento.

(85) Infatti, l'iscrizione al registro di cui al comma 2 dell'art. 50-quinquies è subordinata alle seguenti condizioni: "(a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; (b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; (c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1; (d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob; (e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob e (e-bis) adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento". Inoltre, i gestori per essere iscritti sezione ordinaria devono presentare una relazione

Seppur si possa convenire sul fatto che, rispetto alla disciplina dettata per gli intermediari che svolgono i “tradizionali” servizi di investimento, ai gestori autorizzati, “si applica una disciplina più leggera” (86), il vigente quadro regolamentare potrebbe comunque risultare assai impattante per quei portali di criptovalute che oggi disinvoltamente emetterebbero/offrissero/vendessero/intermediassero tokens di tipo “securities” al di fuori di qualunque quadro regolamentare e di vigilanza; peraltro, l’operatività “clandestina” di siti e portali che nei fatti gestissero vere e proprie piattaforme di crowdfunding, nei termini sopra illustrati, potrebbe integrare la fattispecie della condotta di “abusivismo” di cui all’art. 166 del TUF, penalmente sanzionata, e comportare l’applicazione delle sanzioni amministrative di cui all’art. 190-quater del TUF.

Oltre, ai citati requisiti soggettivi e organizzativi, i gestori iscritti nel registro Consob e sottoposti alla vigilanza di questa, non possono comunque detenere “somme di danaro” o “strumenti finanziari” di pertinenza degli investitori - dovendoci allora qui interrogare sulla natura della specifica criptovaluta di volta in volta interessata(87) e sulle peculiari modalità di detenzione della criptovaluta attraverso i c.d. e-wallet - né possono eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali, dovendo a tal fine trasmetterli esclusivamente a banche e imprese di investimento (art. 50-quinquies, co. 2 e 4, TUF).

Ai gestori iscritti nel registro si applicano infine le apposite regole di condotta di cui agli artt. 13-21 del Regolamento Crowdfunding, modulate sui criteri generali che presiedono lo svolgimento dei servizi e delle attività d’investimento tout court(88). In particolare, secondo

sull’attività di impresa e sulla struttura organizzativa (da predisporre secondo le indicazioni allegate al Regolamento Crowdfunding).

(86) Come illustrato dalla stessa Consob nella sezione “Educazione finanziaria”, al seguente indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c1>.

(87) Per le considerazioni sopra sommariamente sviluppate nella premessa, non pare di potersi, anche a questo fine, accostare le criptovalute, anche quelle “monetarie”, al concetto di “somme di denaro” qui utilizzato che pare dover far riferimento a sola “moneta legale”, ammessa e riconosciuta nell’ambito del “sistema dei pagamenti” ufficiale.

(88) A. Guaccero, op. cit., 719; secondo A. Troisi, op. cit., p. 530 il quadro disciplinare riproporrebbe la portata degli standard etico-comportamentali previsti per

quanto illustrato dalla stessa Consob, “i gestori non possono svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori”(89). Tra gli obblighi del gestore, ex art. 13 Regolamento Crowdfunding, rientra quello di “operare con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell’attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni”. Non solo. Come esplicitamente previsto, il gestore “si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l’andamento delle adesioni alle medesime” e, a tal fine, rende agli investitori informazioni relative alle misure predisposte per gestire i conflitti di interessi (art. 14, co. 1, lett. g), Regolamento Crowdfunding).

Infine, in virtù del particolare fenomeno di “commistione di ruoli” a cui abbiamo già più volte accennato, che potrebbe portare a ritenere (anche) la stessa “piattaforma” quale “emittente”, potrebbero risultare applicabili le “nuove” regole in materia di self-placement(90) di cui all’art. 13, 1-bis e 1-ter del Regolamento Crowdfunding.

5. Le criptovalute come “prodotti finanziari”?

L’aver sopra concluso nel paragrafo 2 nel senso della non (pacifica) riconducibilità – in via generale e ad eccezione dei “security tokens” ai quali fosse però altresì riconoscibile il tratto della “negoziabilità”, come diffusamente visto sopra al paragrafo 3 - delle criptovalute nel novero degli “strumenti finanziari”, sottraendosi quindi tutti gli atti giuridici, le attività e i servizi che le abbiano ad oggetto, alla disciplina dei “servizi di investimento”, ovvero del crowdfunding, non esaurisce tuttavia i

gli esponenti dell’ordinamento bancario nazionale e, in particolare, quanto previsto dagli artt. 25 e 26 TUB.

(89) Come illustrato dalla stessa Consob nella sezione “Educazione finanziaria”, al seguente indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c1>. Cfr. A. Troisi, op. cit., p. 531-532.

(90) Su cui vedasi, in generale, L. Enriques, M. Gargantini, The Expanding Boundaries of MiFID’s Duty to Act in the Client’s Best Interest: The Italian Case, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3088832.

profili analitici sotto cui le criptovalute, pur di tipo “monetario” o “utility” (che non siano cioè inquadrabili come security tokens negoziabili) possano essere valutate nell’ambito dell’ordinamento finanziario italiano, dovendoci ora soffermare a valutare se debba rilevare ai nostri fini, la diversa e più ampia nozione di “prodotto finanziario” a cui è associato un più circoscritto ma pur sempre impattante corpo di disciplina che potrebbe quindi entrare in gioco.

L’art. 1, comma 1, lettera u) TUF definisce infatti la fattispecie dei “prodotti finanziari”, come quella in cui sono ricompresi, in un rapporto di species a genus, gli “strumenti finanziari”(91), oltrech  “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”. Si tratta di una definizione aperta che richiede, per poter essere delineata con precisione, di indagare in due direzioni: una volta individuati gli “strumenti finanziari” attraverso la definizione “chiusa” gi  sopra richiamata, occorrer  poi individuare le “altre forme di investimento di natura finanziaria” che completano la definizione “aperta” di “prodotti finanziari”(92). Lo stesso approccio   stato da tempo sottolineato dalla dottrina(93) e, come vedremo meglio pi  oltre,   stato anche recentissimamente ribadito dalla Consob proprio in relazione a schemi negoziali aventi ad oggetto criptovalute(94).

Le “altre forme di investimento di natura finanziaria” ricomprendono dunque, secondo la consolidata elaborazione della giurisprudenza e della dottrina specialistica, tutte quelle forme di impiego di un capitale nell’aspettativa di un rendimento il cui conseguimento non risulti influenzabile in modo decisivo dall’investitore e che comportino l’assunzione di un rischio di natura finanziaria; in tale definizione si deve quindi far rientrare ogni

(91) M. Miola, Commento sub art. 94 in Commentario Campobasso, Torino, 2002, p. 797.

(92) F. Annunziata, Commento sub art. 94 in Commentario Marchetti-Bianchi, Milano, 1999, p. 86. Cfr. art. 1 comma 1 , lett. U) TUF; Id., La disciplina del mercato mobiliare, op.cit., 319 ss.; R. Costi, Il mercato mobiliare, Torino, 2010, 8 ss. R. Costi e L. Enriques, op. cit., p. 42 ss.; M. Frattini, Commento all’art. 1, commi 1 e 2 TUF, op. cit., p. 20 ss.

(93) Per tutti cfr. R. Lener, Gli strumenti finanziari, in Id. (a cura di), Diritto del mercato finanziario, Saggi, Mi-To, 2011, 64.

(94) Da ultimo v. il caso “Togacoin” citato in nota 3, in relazione al quale, per un primo commento, si rinvia a Conso e Martinotti, Valute virtuali: prime considerazioni sulla consultazione pubblica del MEF, Diritto Bancario online 6.2.2018.

strumento, comunque denominato, che sia rappresentativo dell'impiego di un capitale⁽⁹⁵⁾.

Conformemente, la prassi interpretativa della CONSOB ha enucleato ormai in maniera consolidata quali caratteristiche tipiche dell'“investimento di natura finanziaria” i seguenti elementi: (i) l'impiego di capitale; (ii) l'aspettativa di un rendimento e (iii) il rischio connesso⁽⁹⁶⁾. La casistica presa in esame dai provvedimenti CONSOB nell'applicazione di quella griglia ermeneutica è ormai assai ampia⁽⁹⁷⁾.

(95) M. Miola, op. cit.; cfr. altresì F. Annunziata, Commento sub art. 94, op. cit.; si vedano altresì i casi “Crypton”, sempre indicati in nota 3.

(96) L'orientamento della CONSOB in tal senso è costante, cfr. già nelle delibere 13 febbraio 2004 n. 14422, 10 dicembre 2003 n. 14347, 3 giugno 2003 n. 14110, 22 gennaio 2002 n. 13423, e le comunicazioni 19 dicembre 2003 n. DEM/3082035 e 12 aprile 2001 n. DEM/1027182. Gli elementi enucleati dalla Consob possono, per molti versi, accostarsi a quelli individuati nel risalente leading case statunitense SEC v. W.J. Howey co (1946).

(97) Si possono segnalare - oltre ai recenti interventi in materia specifica di criptovalute, ovvero di contratti o schemi negoziali (“pacchetti”) aventi ad oggetto criptovalute (sopra indicate alla nota 3) - molteplici altre fattispecie, cui l'Autorità di vigilanza ha attribuito, in diverse occasioni, la “qualifica” di prodotti finanziari offerti al pubblico, assoggettandole alla relativa disciplina: (i) un articolato meccanismo contrattuale col quale venivano offerti in sottoscrizione contratti di compravendita di opere d'arte ad un prezzo scontato rispetto a quello indicato nel listino, conferendo al tempo stesso agli acquirenti l'opzione di risolvere il contratto ed ottenere, alla scadenza, del termine previsto, la restituzione di un importo maggiorato rispetto alla somma investita, pari al prezzo di listino dell'opera d'arte (Delibera n. 18443 del 16 gennaio 2013). Tale vicenda ha dato poi oggetto al contenzioso che è sfociato in una recente sentenza della Corte di Cassazione (Cass. civ. Sez. II, 12-03-2018, n. 5911, avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d'appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014); (ii) titoli rappresentativi di una moneta, convertibili con azioni o quote di capitale detenute dai soggetti che la garantiscono (Delibera 13 febbraio 2004 n. 14422, si tratta della vicenda che coinvolse la società Avatar S.p.A. e la sua operazione di emissione di “Dhana”, moneta della “Repubblica della Terra”); (iii) una forma di investimento, denominata “Contratto di affidamento diamanti”, tramite la quale veniva offerta la possibilità di ricevere in affidamento, dietro il versamento di una somma di denaro, un diamante e, alla scadenza convenuta, di ottenere l'importo investito maggiorato di una somma fissa, riconosciuta a titolo di corrispettivo per la custodia (Delibere 10 dicembre 2003 n. 14347 e 2 marzo 2004 n. 14454); (iv) quote di partecipazione al capitale di società a responsabilità limitata di diritto straniero (Delibera 3 giugno 2003 n. 14110); (v) forma di investimento immobiliare consistente nell'acquisto di porzioni di terreni e di immobili in aziende agricole, a fronte del quale era possibile percepire, a determinate condizioni, un tasso di interesse annuo e una rivalutazione del capitale (Delibera 13 giugno 2002 n. 13618); (vi) certificati di

La caratteristica della prevalenza del godimento di un bene, rispetto alle attese di rendimento finanziario che si nutrono in relazione ad esso, ha costituito sin dall'inizio, alla luce del più risalente orientamento della Consob in materia, un importante discrimen nel valutare se alla fattispecie in oggetto dovesse essere applicata la disciplina dei prodotti finanziari.

Ma proprio questo elemento si rivela, talora, di difficile ponderazione al fine di giungere ad una conclusione sicura circa la possibilità di inquadrare negozi giuridici o schemi negoziali che abbiano ad oggetto le più diverse asset class nell'ambito della categoria degli "altri investimenti di natura finanziaria", al fine di valutare poi l'applicabilità della relativa disciplina⁽⁹⁸⁾. A fronte della possibilità di

associazione in partecipazione (Delibera 22 gennaio 2002 n. 13423); (vii) quote di società a responsabilità limitata di diritto italiano (Comunicazione 1 giugno 2001 n. DEM/1043775); (viii) certificati rappresentativi del diritto del sottoscrittore (o del successivo cessionario) di ottenere la consegna, a una data prefissata, di un certo quantitativo di vini (Comunicazione 22 ottobre 1998 n. DIS/98082979).

Viceversa, la CONSOB ha concluso che non sussistessero gli elementi innanzi citati e, pertanto, non ha ritenuto loro applicabile la disciplina dei "prodotti finanziari" nei seguenti casi: (i) mutuo finalizzato all'acquisto di immobili a uso abitativo: nell'ambito della categoria dei "prodotti finanziari", infatti, possono ricomprendersi i soli prodotti finanziari di "raccolta" e non anche quelli di "erogazione", tra i quali ultimi deve farsi rientrare il mutuo (la Comunicazione 7 novembre 2000 n. DIN/82717 e la Comunicazione 23 marzo 1998 n. DI/98021215); (ii) vendita di immobili in multiproprietà con un rendimento annuo garantito dal soggetto venditore, qualora nell'operazione sia riscontrabile un'effettiva prevalenza del connotato del godimento del bene oggetto della vendita rispetto al connotato finanziario (Comunicazione 22 maggio 2003 n. DCL/DEM/3033709), Comunicazione 11 giugno 1992 n. SGE/RM/92004184 e Comunicazione 1 febbraio 1996 n. DAL/RM/96000914; (iii) un programma di acquisto di "oro fisico da investimento (Comunicazione n. DIN/12079227 del 4 ottobre 2012); (iv) operazioni di vendita di diamanti tramite intermediazione del canale bancario (Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013).

(98) Come ben rilevato nella giurisprudenza della Corte di Cassazione, che ha osservato come "gli investimenti di natura finanziaria, per essere assoggettati ai controlli (...) in quanto prodotti finanziari, debbono rispondere a caratteristiche economico – giuridiche che, se pur non tali da consentirne la riconduzione alla gamma delle fattispecie tipiche (di strumenti finanziari) elencate nel citato comma 2 (dell'art. 1 del TUF), siano quanto meno oggettivamente analoghe"; se così non fosse vi sarebbe il rischio che in considerazione della "estrema genericità della previsione normativa, che in palese contrasto con il principio di legalità e tipicità dell'illecito amministrativo dettato dalla L. 689 del 1981, art. 1", si possa "assoggettare a sanzione

riscontrare spesso in tali negozi o schemi negoziali almeno due dei tratti qualificanti della nozione di “prodotto finanziario” – e, cioè, l’impiego del capitale e il rischio connesso – potrebbe risultare spesso non facile valorizzare il citato orientamento della Consob, volto ad escludere la qualificazione come “prodotto finanziario” in quei casi in cui l’elemento del “godimento” possa coesistere con, pur risultando prevalente rispetto a, quello del ritorno finanziario⁽⁹⁹⁾.

Dalla lettura della nutrita elaborazione di orientamenti Consob può tuttavia estrapolarsi un percorso logico più raffinato, quale è venuto evolvendosi nel tempo, nello sforzo di mettere a fuoco, in una linea di sostanziale continuità e coerenza, quelle che risultavano già le più risalenti opzioni interpretative.

Interessante appare a tal fine un recente caso giurisprudenziale⁽¹⁰⁰⁾ che origina dal provvedimento sanzionatorio adottato da Consob con Delibera n. 18443 del 17 gennaio 2013, nella quale si sanzionava la condotta di un operatore, in relazione ad una operazione di “offerta al pubblico” avente ad oggetto “contratti di compravendita di opere d’arte”, a cui si riconosceva natura di “prodotto finanziario”, tenuto conto della compresenza dei tre caratteri tipici di un investimento di natura finanziaria e cioè: l’impiego di capitale, corrisposto dai clienti all’operatore a titolo di prezzo di acquisto delle opere d’arte; l’aspettativa di rendimento di natura finanziaria da parte dell’investitore, il quale alla “scadenza” della durata del contratto avrebbe avuto diritto ad una somma pari alla differenza tra il capitale inizialmente conferito ed il prezzo di listino del quadro, qualificata contrattualmente come “sconto” ma sostanzialmente corrispondente agli interessi maturati; la correlativa assunzione di un rischio connesso

amministrativa, a mera discrezione della Consob, una vasta gamma di condotte di operatori commerciali, ogni qual volta le offerte (o richieste) rivolte al pubblico prospettassero la particolare remuneratività di operazioni negoziali finalizzate al conseguimento di un reddito qualsiasi”. Così, Cass. 15 aprile 2009 n. 8947.

(99) E a tal riguardo può risultare particolarmente rilevante la fattispecie dell’utility token.

(100) Cfr. Cass. civ. Sez. II, 12.3.2018, n. 5911 avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d’appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014. In relazione, nello specifico al caso delle opere d’arte, mi sia consentito rinviare a P. Carrière, L’“opera d’arte” nell’ordinamento finanziario italiano, di prossima pubblicazione su Banca impresa società, n.3, 2018, da cui, nel presente lavoro, attingo alcune delle riflessioni colà sviluppate in relazione a quella particolare asset class.

alle operazioni sopra descritte in ordine alle quali i clienti risultavano, peraltro, soggetti meramente passivi e privi di autonomia gestionale.

La Corte di Appello di Napoli prima, e la Corte di Cassazione poi, rigettando l'impostazione dei ricorrenti - secondo i quali si trattava di "semplice compravendita di opere d'arte, con una maggiore garanzia costituita dalla possibilità di rivendere all'alienante l'opera al prezzo di listino" - confermavano l'orientamento della Consob, ricordando come il "TUF fornisce la nozione (...) di "prodotti finanziari" (comma 1, lettera u), tali essendo "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria". Per la S.C. (Cass. civ. Sez. II, 05-02-2013, n. 2736 (rv. 625071) il contratto di investimento costituisce uno schema atipico, che comprende ogni forma di investimento finanziario, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u), del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, riflettendo la natura aperta ed atecnica della definizione di "prodotto finanziario", "la quale rappresenta la risposta legislativa alla creatività del mercato ed alla molteplicità degli strumenti offerti al pubblico, nonché all'esigenza di tutela degli investitori, in maniera da permettere la riconduzione nell'ambito della disciplina di protezione pure delle operazioni innominate.".

È dunque il carattere "intrinsecamente" finanziario dell'investimento che, sul piano funzionale, definisce il prodotto finanziario, non la natura o il tipo contrattuale adoperato, aderendosi così all'opzione ermeneutica ormai pacifica, in base al quale la qualificazione del negozio deve avvenire sulla base della causa in concreto, ovvero "dell'operazione economica complessiva"; ciò che appare decisivo, ad avviso della Corte, per qualificare l'investimento, come "bene materiale suscettibile di godimento" o, al contrario, come "investimento di natura finanziaria" è infatti l'intento pratico delle parti, le finalità complessive dello scambio. E, a tal fine, viene richiamato il consolidato orientamento della Consob in base al quale sono stati ritenuti, ad esempio, non sussistenti i caratteri minimi e necessari per ricondurre una compravendita cadenzata di oro all'interno della nozione di "appello al pubblico risparmio in prodotti finanziari". Per la Corte, quindi, "non risulta decisivo il trasferimento di un bene in sé, neppure se suscettibile di un godimento, ma la finalità complessiva dell'operazione posta in essere e le prospettive generali proposte agli investitori/acquirenti".

Gli orientamenti valorizzati dalla citata sentenza sono stati anche da ultimo confermati, e ulteriormente affinati dalla Consob, nel valutare operazioni di compravendita di diamanti tramite canale bancario⁽¹⁰¹⁾; nella fattispecie veniva rilevata la mancanza di un elemento fondamentale per l'individuazione di un "prodotto finanziario" proprio nella circostanza che in quel caso non si riscontrava, "la prospettazione, da parte delle società fautrici dell'iniziativa, di uno specifico rendimento. Difatti, sebbene la res materiale possa apprezzarsi (o anche deprezzarsi) per effetto dell'andamento delle quotazioni del bene nel tempo, tale circostanza non è di per sé sufficiente per affermare che l'eventuale apprezzamento del bene in parola possa de facto costituire una forma di "rendimento di natura finanziaria". Ciò che rileva (ai fini dell'individuazione dell'investimento di natura finanziaria) è piuttosto l'effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla res. Detta caratteristica, come riferito, non è rinvenibile nel caso di specie". Chiarendosi altresì come non rilevi a tal fine "l'eventuale rappresentazione da parte del preponente, in sede di promozione dei contratti in esame, della performance registrata dai diamanti in un determinato intervallo temporale, come si evince ad esempio dal sito internet della [... società] nel quale si riporta un grafico rappresentativo dell'andamento di tale bene, dal quale si denota un incremento del valore dei diamanti, anche in confronto con altri indicatori, quale l'andamento del tasso di inflazione, dell'oro, etc".

E quindi, "per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente (cosa che potrebbe realizzarsi attraverso talune modalità di godimento del bene come ad esempio con la rivendita del diamante) ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa".

In conclusione, un'operazione avente ad oggetto una particolare asset class non riconducibile ex se agli "strumenti finanziari", può assumere le caratteristiche di offerta di un "prodotto finanziario" solo se siano esplicitamente previsti, anche tramite contratti collegati, ulteriori elementi come, ad esempio, promesse di rendimento e di

(101) Cfr. Comunicazione Consob, n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013.

realizzazione di profitti, obblighi di riacquisto, ovvero vincoli al godimento del bene⁽¹⁰²⁾.

Alla luce di quanto sopra potrebbe allora avanzarsi la seguente conclusione: tutte le volte in cui (e solo se) ai modelli operativi e agli schemi negoziali di base (acquisto/vendita) che possono riscontrarsi sulle piattaforme di “criptovalute”, anche solo di tipo “monetario” o “utility” - che abbiamo visto non costituire di per sé “servizi di investimento” per il sol fatto di non avere ad oggetto “strumenti finanziari” - vengano associati più complessi o articolati schemi negoziali, quali tipicamente promesse di rendimento, obblighi di riacquisto, promesse di realizzazione di profitti ovvero vincoli al godimento del bene, potrà allora aversi un “prodotto finanziario”⁽¹⁰³⁾ con ciò che ne consegue in termini di disciplina, nei termini che ora vedremo, laddove esso venga offerto al “pubblico”.

Questa prima conclusione merita però una ulteriore qualificazione, proprio con riferimento al peculiare caso delle “criptovalute”, in considerazione del particolare atteggiarsi di questo “prodotto”. Laddove, infatti una specifica criptovaluta presenti una sua prevalente dimensione (in senso lato) “monetaria” o di scambio (utility token) e, soprattutto, nel caso in cui possa osservarsi l’esistenza di un suo “mercato” sul quale essa, in quanto tale, possa essere scambiata (e magari cambiata)⁽¹⁰⁴⁾, allora le suddette conclusioni – in merito alla necessità di un quid pluris negoziale affinché possa configurarsi un “prodotto di investimento” - parrebbero pienamente confermate, al pari quindi di quanto abbiamo visto sopra in relazione ad altre asset class di

(102) Così, esplicitamente, ancora in relazione alla vendita di diamanti, v. da ultimo, Comunicazione “La Consob richiama l’attenzione del pubblico e degli intermediari sulla compravendita di diamanti”, 31 gennaio 2017, in “Consob Informa” n. 4/2017 del 6 febbraio 2017. Orientamento oggetto di esplicita valutazione poi nei provvedimenti dell’AGCM nn. PS10677 e PS10678 del settembre 2017, in cui tra gli elementi che possono contribuire ad una caratterizzazione del servizio in termini di “prodotto finanziario”, viene esplicitato ulteriormente quello della limitazione al godimento del bene e quello della emissione di “certificati che attestino la titolarità del bene e che siano commercializzabili su un mercato secondario”.

(103) In senso conforme v. G. Gasparri, op. cit.; P. Iemma e N. Cuppini, op. cit., e M. Passaretta, op. cit., p. 477, seppur, parrebbe, sulla base di una ricostruzione assai ampia della nozione di “prodotto finanziario” a cui il bitcoin sarebbe automaticamente riconducibile.

(104) Come oggi pare di potersi dire per il bitcoin ma non solo.

investimento “alternativo”: diamanti, oro, opere d’arte etc. Non può però non considerarsi che molte “sedicenti” criptovalute mancano oggi (finora?) di quel carattere di oggettiva “negoziabilità”, riducendosi a meri schemi negoziali di investimento che trovano la loro genesi, il loro sviluppo e il loro esito all’interno della relativa intelaiatura negoziale che caratterizzerà, di volta in volta, ciascuna di quelle particolari piattaforme di investimento; in tal caso allora, ad evidenza, lo schema negoziale stesso in cui consisterebbe la criptovaluta, risulterebbe descrivibile in termini di “prodotto finanziario”, ove ne ricorrano tutti i tratti sopra illustrati. E proprio questo ci appare l’approccio che emerge in alcuni dei recenti casi esaminati dalla Consob(105).

Alla luce di tutto quanto sopra esposto, devono invece ritenersi, a nostro avviso, non pienamente convincenti – in quanto sistematicamente non coerenti e, comunque, non (ancora?) suffragate dall’elaborazione giurisprudenziale e dell’Autorità di Vigilanza – quelle letture(106) del fenomeno delle criptovalute che tendono ad una estrema dilatazione della nozione di “prodotto finanziario”, ben oltre i confini che possono oggi trarsi da quella risalente e approfondita elaborazione di cui abbiamo dato conto sopra; dilatazione che avviene sulla base della ricostruzione di una categoria “atipica” di “negozio di investimento”, in cui pare però assumere rilevanza dominante (e sufficiente) il profilo soggettivo che guiderebbe l’“investitore” e individuabile nella sua mera attitudine (aspettativa) “speculativa”(107). In particolare, poi, l’elemento dell’elevata e intrinseca volatilità, oggi osservabile nel fenomeno delle criptovalute, varrebbe a giustificarne una oggettiva natura “speculativa”, di per sé, assimilandosi

(105) V. in particolare i due recentissimi casi CRYPTON, citati sopra in nota 3.

(106) V. in particolare E. Girino, op. cit.

(107) Così conclude E. Girino, op. cit., in virtù della riconduzione del fenomeno della negoziazione di criptovalute nell’ambito della atipica categoria del “negozio di investimento” (su cui, per tutti, può rinviarsi a G. ALPA, Una nozione pericolosa: il c.d. contratto di investimento, in G. ALPA (a cura di) I valori mobiliari, Padova, 1991; M. Fratini, Manuale di diritto civile, Roma, 2011, 947 e a C. Rabitti Bedogni, Valore mobiliare e investment contract, in Contratto e Impresa, 1992, 107, che presenterebbe una oggettiva “funzionalità finanziaria”; peraltro facendo seguire incongruamente a tale ricostruzione la conclusione che l’attività di negoziazione di criptovalute dovrebbe allora ricostruirsi in termini di “servizio di investimento”, conseguenza che semmai potrebbe conseguire alla qualificazione – a nostro avviso non condivisibile – in termini di “strumento finanziario”.

inestricabilmente la “finalità solutoria” con quella “di investimento”(108). Qualsiasi schema di acquisto di criptovalute - a prescindere(109) allora da quegli altri ulteriori elementi negoziali che, nella citata elaborazione quale da ultimo riconfermata dall’Autorità di Vigilanza(110), paiono necessari affinché uno schema di investimento possa assurgere a “prodotto finanziario” e che invece risulterebbero qui superflui, perché assorbiti da quell’intima natura speculativa del “bene” criptovaluta – risulterebbe ipso facto soggetto alla disciplina applicabile ai “prodotti finanziari”(111); conclusione dalle conseguenze assai impegnative(112), sotto molteplici e assai impattanti profili, come ora vedremo.

(108) Una tale approccio, sicuramente suggestivo, non convince nel momento in cui eleva il dato meramente “quantitativo” - individuato nell’ alto (inusitato) grado di volatilità di questa asset class - ad elemento “qualitativo” capace di mutarne la natura.

(109) V. E. Girino, il quale ritiene che “anche il mero scambio (di criptovaluta n.d.r.) non assistito da alcuna promessa o impegno a termine” qualificerebbe l’operazione come “negozio di investimento” e quindi come “prodotto di investimento”.

(110) Nel citato recentissimo caso (V. Delibera Consob n. 20660 del 21 ottobre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet <https://togacoin.com>) in cui la Consob si è pronunciata su una ICOs di tokens, la riconduzione dei tokens in questione (che, pur nella sommarietà degli elementi ritraibili dalla Delibera Consob, parrebbero peraltro accostabili alla tipologia dei security token, da “emetersi” nell’ambito di una operazione di crowdfunfing) nell’ambito della categoria del “prodotto finanziario” pare infatti avvenuta sulla scorta del citato approccio analitico che richiede, oltre all’aspettativa “speculativa del cliente” (impiego di capitale - attesa di rendimento - assunzione di rischio finanziario) anche la predisposizione di uno schema negoziale che implichi ed espliciti un tale elemento causale e che nella fattispecie era rinvenibile nella circostanza che l’aspettativa di rendimento, ricompreso tra un minimo e un massimo predefinito calcolato in percentuale rispetto al capitale conferito, era oggetto della proposta negoziale e che, conseguentemente, il rendimento sarebbe stato corrisposto dalla stessa piattaforma di Togacoin LTD.

(111) Peraltro, occorrerebbe precisare, una tale conclusione (che noi riteniamo non condivisibile), potrebbe conseguire non solo per effetto della natura di “prodotto finanziario” ma, con riguardo alla disciplina del “prospetto”, solo ove di esso ne fosse fatta una “offerta pubblica”, cosa che, per la verità, che nelle ICOs, o meglio STOs, appare inevitabile, come pare riconosciuto nella recente, citata, delibera Consob n. 20660 del 21 ottobre 2018.

(112) Secondo il citato autore, viceversa, la conseguenza di tale impostazione non andrebbe “drammatizzata nelle sue concrete applicazioni” (così, E. Girino, op. cit.),

6. (segue) la disciplina applicabile all'offerta pubblica di criptovalute qualificabili come "prodotti finanziari"

Diversamente da quanto visto sopra in relazione ai "servizi di investimento", in presenza di un "prodotto finanziario" non risulta in generale applicabile al soggetto agente (colui che cioè istituisca, promuova o gestisca il "prodotto") una particolare disciplina di tipo autorizzato o comportamentale, né ciò comporterà in capo ad esso l'adozione di particolari presidi organizzativi da adottare nella istituzione o gestione di quello. Ciò che rileverà, è essenzialmente il solo profilo delle modalità di promozione e collocamento⁽¹¹³⁾ di quel

potendo risultare applicabili i casi di inapplicabilità e le esenzioni di disciplina di cui, all'art 100 del TUF e 34-ter del Regolamento Emittenti. E tuttavia - a parte la rigidità di mantenersi nell'ambito dei rigidi paletti delineati da tale regime di "esenzione" che, per le modalità di svolgimento delle ICOs/STOs, potrebbero spesso risultare troppo vincolanti e difficilmente verificabili - l'autore non considera che il regime di esenzione considerato rileva limitatamente alla disciplina del prospetto (artt. 94 e ss. del TUF), mentre continuerebbero ad applicarsi i ben più rigidi e impegnativi vincoli della riserva di attività di "offerta fuori sede", o meglio di "promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari"; attività la cui prestazione è consentita solo ai soggetti abilitati, e con le modalità comportamentali, previsti dall'art. 32 del Tuf e 125 ss. del Regolamento Intermediari, nonché, eventualmente, la disciplina relativa al crowdfunding.

(113) Deve ritenersi coperta da riserva anche la mera promozione, intesa come attività propedeutica alla conclusione di rapporti negoziali, (in tal senso si può rinviare a A. Chieppa Maggi, Commento sub art. 30 t.u.f., in Commentario Campobasso, Torino, 2002, I, p. 267; R. Costi e L. Enriques, op.cit., p. 58; Pagnoni, Commento sub art. 30, in Alpa e Capriglione (a cura di) Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Torino, 1998, p. 323; Parella, Commento sub art. 30, in Frattini e Gasparri (a cura di) Commentario, Torino, 2012, p. 489-490; C. Rabitti Bedogni, Le offerte fuori sede e a distanza di strumenti e servizi finanziari dopo il d.lgs 23 luglio 1996, n. 415, in Capriglione (a cura di), La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari, Padova, 1997, p. 199-200.) che non sia quindi necessariamente seguita dal "collocamento", da intendersi qui in senso lato come qualsiasi attività "distributiva" di prodotti e dei relativi contratti (in tal senso v. L. Enriques, op. cit.; R. Costi e L. Enriques, op. cit., p. 58; Parella, La disciplina speciale dell'offerta a distanza di "prodotti finanziari" e di "servizi di investimento", in Dir. banc. merc. fin., 2000, I, p. 39-40; M. Maggiolo, Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione, Milano, 2012, p. 307; C. Scognamiglio, Offerta fuori sede di strumenti finanziari e servizi d'investimento. Commercializzazione a distanza di servizi finanziari, in Gitti, Maugeri e Notari (a cura di) Contratti per l'impresa, II, Banca, mercati, società, Bologna, 2012, p. 207 ss., in particolare p. 208).

“prodotto” ove ciò avvenga nei confronti del “pubblico” (114), preoccupandosi l’ordinamento che ciò avvenga allora nel rispetto di criteri di trasparenza e correttezza.

Nel caso di “piattaforme” che provvedessero alla promozione e collocamento di “criptovalute” ricostruibili, per quanto detto sopra, (oltre che in termini di “valori mobiliari”) anche solo in termini di “prodotti finanziari” potrebbero dunque risultare applicabili entrambi i seguenti profili(115): la disciplina del “collocamento a distanza” e la

(114) Dovendo qui operare una più ampia accezione di “pubblico” di quella applicabile nell’ambito della disciplina dei “servizi d’investimento” e della “gestione collettiva del risparmio”. Con riguardo alla nozione di “pubblico” può rinviarsi per tutti a P. Marchetti, Note introduttive al testo unico delle leggi bancarie e creditizie, in Riv. Soc., 1993, p. 1160; M. Cera, Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria, in Giur. Comm., 1995, I, p. 222; F. Volpe, L’esercizio nei confronti del pubblico dell’attività finanziaria, in Banca Borsa e Titoli, 2000, I, p. 643 ss.; P. Ferro-Luzzi, Lezioni di diritto bancario, Torino 2004, p. 129 ss.; G. Ferrarini, Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa, in Trattato delle società per azioni, vol. 10, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, p. 121 ss.; R. Costi, L’ordinamento bancario, Bologna, 2007, p. 203 ss. In relazione al diverso significato da attribuirsi al concetto di “pubblico” nell’ambito di disciplina della vecchia “sollecitazione” (ora “offerta al pubblico”) rispetto a quello utilizzabile in relazione ai servizi di investimento si rimanda oltre agli autori di cui sopra, a M. De Mari e L. Spada, Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari, nota a sentenza, cit., p. 3322 ss., a commento della sentenza della Cass. n. 10243 del 4 agosto 2000. A favore di una nozione più rigorosa di “pubblico”, nell’ambito dei servizi di investimento e della gestione collettiva del risparmio, rispetto a quella operante nell’ambito della “offerta al pubblico” (ove si richiede che essa sia rivolta ad una pluralità di soggetti non individuati o individuabili ex ante con precisione); in tal senso cfr. P. Carrière, Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario, in Riv. Soc. 2007, p. 468. nonché G. Sandrelli, Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di “organismo di investimento collettivo del risparmio” a seguito dell’attuazione della direttiva sui fondi alternativi, in Riv. Soc., 2015, n.2/3, p. 398. L’Autore, osserva correttamente come sia fuorviante indicazione che può trarsi dal Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, laddove si afferma che il “servizio di gestione collettiva del risparmio è organizzato per essere esercitato nei confronti di una platea indeterminata di soggetti...”; una interpretazione - smentita peraltro dalla stessa Banca d’Italia nel resoconto della Consultazione, laddove invece si parla più correttamente di “soggetti terzi rispetto al gestore” – che reintroducesse il più ampio concetto “classico” di “pubblico”, espunto dalla norma primaria, non può infatti condividersi.

(115) Negli orientamenti sin qui elaborati dalla Consob, nella sua opera di “vigilanza”, in materia di “criptovalute” può osservarsi una prevalenza della

disciplina della “offerta al pubblico” (la previgente “sollecitazione all’investimento”). E ciò sia nel caso in cui - come già visto sopra in relazione agli “strumenti finanziari”, in virtù del particolare atteggiarsi del fenomeno esaminato, in cui spesso sfumano si sovrappongono ruoli e funzioni - la “piattaforma” sia essa stessa ricostruibile in termini di “emittente”, ovvero di mero “intermediario”.

La disciplina di cui all’ art. 32 TUF si applica infatti, per esplicita disposizione prevista al comma 2, (oltre che, ovviamente, agli “strumenti finanziari”) anche ai “prodotti finanziari”, risultando disegnata nel rispetto dei medesimi principi previsti per l’ “offerta fuori sede” dall’ art. 30 TUF, prevedendosi allora che il collocamento a distanza debba (ex artt. 125 e seguenti Regolamento Intermediari) essere effettuato dai medesimi soggetti abilitati all’ offerta fuori sede e nel rispetto delle norme che disciplinano l’ offerta fuori sede.

La violazione della disciplina è oggi presidiata da un pesante apparato sanzionatorio, anche penale; costituisce infatti fattispecie criminosa di abusivismo ex art. 166 TUF, punita “con la reclusione da uno a otto anni e con la multa da euro quattromila a euro diecimila”, la condotta di chiunque, senza esservi abilitato “offre fuori sede, ovvero promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza, prodotti finanziari o strumenti finanziari o servizi o attività di investimento”.

Venendo a considerare, infine, la disciplina dell’ “offerta al pubblico di prodotti finanziari” (116), come noto l’ ordinamento prevede una

prospettiva analitica relativa alla disciplina della “offerta pubblica” - essendo riscontrabili molteplici interventi sanzionatori diretti sopra tutto (innanzitutto) a reprimere le violazioni della disciplina informativa del “prospetto”. Viceversa la Consob non pare ancora aver avuto occasione di censurare il profilo della violazione della riserva e della disciplina del “collocamento” o della “promozione e collocamento” a distanza, ciò presumibilmente perché l’ intervento sanzionatorio si è arrestato alla fase preliminare della offerta, ovvero della sua “comunicazione”, senza che potesse essere considerata la fase successiva della prestazione dell’ attività riservata, essendo questa stata meritoriamente bloccata, “sul nascere”, dal tempestivo intervento dell’ autorità di vigilanza.

(116) Per “offerta al pubblico di prodotti finanziari” deve intendersi, ai sensi dell’ art. 1, comma 1, lettera t) TUF, “ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’ offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”.

articolata disciplina di pubblicità ed informazione - sottoposta al vaglio della CONSOB - incentrata sull'obbligo di redazione e pubblicazione di un "prospetto informativo" assai dettagliato redatto sulla base di schemi predisposti dalla stessa CONSOB; la violazione di tale disciplina comporta l'irrogazione delle pesanti sanzioni pecuniarie di cui all'art. 191 del TUF(117).

Anche qui - come confermato dalla recente giurisprudenza che già abbiamo avuto modo di richiamare, la quale, come visto, è intervenuta a decidere una vicenda che riguardava schemi negoziali aventi ad oggetto "opere d'arte" – prevale una nozione ampissima di "pubblico", a conferma di quello che è un consolidato orientamento: "nessun dubbio, poi, sulla destinazione al pubblico dell'offerta, posto che per la stessa non è necessario rivolgersi a strumenti di pubblicità di massa, apparendo sufficiente la destinazione ad una pluralità indifferenziata di soggetti"(118); la ratio della norma è, infatti, come evidente, da rinvenirsi nell'obiettivo di ampliare al massimo l'area delle operazioni di raccolta del risparmio sottoposte al controllo dell'Autorità di vigilanza e alla disciplina dell'informativa, in continuità rispetto a quanto già era originariamente previsto dall'art. 18 bis della legge n. 216/74 in materia di sollecitazione all'investimento in valori mobiliari(119), pur prevedo il TUF una nutrita e articolata serie di "casi di inapplicabilità", in virtù dell'art. 100 TUF e dell'art. 34-ter ("casi di inapplicabilità ed esenzioni") del Regolamento Emittenti(120).

(117) "Chiunque effettua un'offerta al pubblico in violazione dell'articolo 94, comma 1, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro venticinquemila fino a euro cinque milioni". Questo è il caso di cui alla già citata Delibera n. 18443 del 17 gennaio 2013 che ha poi dato luogo al contenzioso sfociato nella sentenza della Cassazione civ. Sez. II, 12-03-2018, n. 5911, avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d'appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014.

(118) Così potendo già leggersi nel decreto n. 4027/2014 della Corte d'appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014.

(119) F. Annunziata, Commento sub art. 94, cit., p. 87-88.

(120) Quelle che più possono rilevare a nostri fini sono da individuare nelle offerte: a) rivolte ad un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi dagli investitori qualificati di cui alla successiva lettera b); b) rivolte a investitori qualificati; c) aventi ad oggetto prodotti finanziari il cui corrispettivo totale nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a 8.000.000 di euro; d) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) per un corrispettivo totale di almeno 100.000 euro per investitore e per ogni offerta separata; ...omissis....;

Alla luce di quanto sin qui esposto, apparirà chiaro come l'analisi delle molteplici e variegate fattispecie che la realtà può presentare, non risulterà sempre facile l'applicazione della griglia ermeneutica sopra illustrata al fine di ritenere o meno ricostruibili le fattezze di un "prodotto finanziario"; qualora tale conclusione dovesse ritenersi esclusa con sicurezza (e ciò, ragionevolmente, in assenza di particolari pattuizioni negoziali e in virtù di una prevalenza dell'aspettativa del "godimento" delle criptovalute di tipo "monetario" o "utility" che ne costituiscono l'oggetto - rispetto a quello eventualmente secondario, non costituente elemento intrinseco dell'operazione, derivante dalle aspettative di rivalutazione del capitale investito) potrebbe allora concludersi per l'estraneità della fattispecie esaminata dalla disciplina settoriale dell'intermediazione finanziaria; in tal senso l'attività che avesse dunque ad oggetto criptovalute, sarebbe attività sottratta a qualsiasi riserva di legge e potrebbe essere svolta da qualsiasi soggetto al di fuori di qualsiasi quadro normativo specifico e senza il rispetto di particolari norme di comportamento e ciò anche quando costituisca oggetto di "offerta al pubblico" e/o non possa avvalersi delle apposite esenzioni.

Qualora, viceversa, la complessiva operazione manifestasse - come suo elemento intrinseco - la prevalenza dell'aspettativa di un rendimento finanziario avente gli illustrati caratteri qualificanti il "prodotto finanziario", si applicherebbe la relativa disciplina del TUF sopra illustrata. In tal senso, pur non parendo, in via generale, lo svolgimento dell'attività sottoposta a particolari riserve di legge - potendo quindi anche qui essere svolta da qualsiasi soggetto, - essa dovrebbe avvenire ciò non di meno nel rispetto di specifiche riserve e disposizioni normative, tutte le volte in cui tale "prodotto finanziario" risultasse "offerto" al pubblico o comunque offerto con "mezzi di comunicazione a distanza", pena l'applicabilità del severo apparato sanzionatorio di cui già si è detto. Al fine di escludere l'applicazione della disciplina dell'"offerta al pubblico", potrà poi, di volta in volta, valutarsi l'opportunità di strutturare l'accesso alla e l'operatività sulla "piattaforma" con modalità tali da rendere comunque eventualmente

e) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) di valore nominale unitario minimo di almeno 100.000.

applicabili le esenzioni accordate dall'art. 100 TUF e dall'art. 34-ter del Regolamento Emittenti⁽¹²¹⁾).

(121) Pare da escludersi però che – al ricorrere delle esenzioni di cui all'art. 100 del TUF – possano ritenersi comunque disapplicabili, ove ne ricorrano i relativi specifici presupposti, la disciplina dell'offerta fuori sede e quella dell'offerta “a distanza”; e infatti, nella tecnica legislativa adottata, l'art. 100 del TUF prevede la mera disapplicazione ai casi ivi considerati della disciplina del Capo I del Titolo II, non intervenendosi piuttosto sulla delimitazione “fattispecie”, al fine di escludere, in via generale, che in quei casi possa ritenersi di per sé sussistente una “offerta pubblica”. Inoltre può osservarsi come sia l'art. 30, comma 2, del TUF che l'art. 125, comma 5, del Regolamento Intermediari prevedano delle specifiche esenzioni che in parte si sovrapporrebbero a quelle dell'art. 100 del TUF.

**Legittima la segnalazione in CRIF del “mero” inadempimento.
Commento a Cassazione Civile, Sez. III, 22 agosto 2018, n. 20896.**

Il fatto

Due correntisti agiscono in giudizio nei confronti della loro Banca per ottenere, tra le altre cose, la cancellazione di una segnalazione di inadempimento in Centrale Rischi Finanziaria SpA (CRIF SpA) e il risarcimento del danno cagionato da tale segnalazione. Nella prospettazione attorea, il danno è rappresentato dal pregiudizio patrimoniale e non patrimoniale scaturente da plurimi rifiuti di concessione di mutui - e dalla revoca di un fido in essere - da parte di altri istituti di credito: rifiuti giustificati appunto, *in thesi*, dall'esistenza della predetta segnalazione. Più in particolare, con riferimento al profilo patrimoniale del pregiudizio, tali rifiuti avevano determinato la perdita di un importante affare immobiliare. In entrambi i gradi di merito le domande vengono rigettate e i correntisti ricorrono per cassazione.

Non è agevole ricostruire in modo ordinato e completo la vicenda storica dal testo della decisione in commento. Traspare dal contenuto del provvedimento che nel febbraio 2002 gli attori si erano resi inadempienti a quattro rate di finanziamenti “personali”. La Banca, dopo l'avviso di decadenza dal beneficio del termine, segnalava l'inadempimento alla CRIF SpA, senza dare ai correntisti specifico preavviso in ordine all'imminente segnalazione. I clienti saldavano il debito nel febbraio 2003. La Banca comunicava alla CRIF SpA l'avvenuto adempimento solo un anno dopo, nel marzo 2004. I rifiuti degli istituti di credito e la revoca del fido si collocano a partire dal novembre 2002.

La soluzione della Corte

La Cassazione rigetta il ricorso dei correntisti e conferma le decisioni di merito. Oltre a respingere in rito, con il consueto strumentario, i plurimi tentativi dei ricorrenti di censurare la ricostruzione fattuale della Corte d'Appello (in punto di prova del danno e del nesso eziologico), esclude, in primo luogo, la rilevanza della documentata

manca di un preavviso specifico in ordine alla segnalazione di inadempimento presso la CRIF SpA, risultando al contrario sufficiente - secondo quanto pare ritenere la Corte - l'avviso di decadenza di beneficio del termine.

In secondo luogo, il giudice del diritto ritiene legittima la segnalazione alla Centrale Rischi Finanziari SpA dell'inadempimento di alcune rate anche di modesta entità; ritenendo così che, nel segnalare l'inadempimento ad una centrale rischi privata, l'intermediario possa prescindere dalla necessità di una valutazione complessiva della situazione di crisi del soggetto debitore.

In definitiva, la Suprema Corte aderisce compiutamente all'argomento - che la Corte territoriale ha ritenuto dirimente - della diversità di funzionamento delle centrali rischi private rispetto alla Centrale Rischi della Banca d'Italia.

Infatti, secondo la Corte, se le prime *“si limitano a segnalare le insolvenze”* (altrove definite come *“situazioni meno gravi, caratterizzate da incapacità transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte”*), alla seconda interessa invece monitorare le *“sofferenze, quali esposizioni per cassa nei confronti dei rapporti in stato di insolvenza (anche non accertata giudizialmente) o in situazione sostanzialmente equiparabile”*. Ciò sarebbe peraltro giustificato dalle *“differenti funzioni istituzionali svolte”* dai due apparati, quello *“pubblico”* della Banca d'Italia come contrapposta a quelli privati (i quali servirebbero ad *“innalzare la qualità e migliorare la stabilità finanziaria del sistema creditizio”*; mentre non vi è indicazione della *“differente”* funzione della Centrale Rischi della Banca d'Italia...).

Minimi spunti

L'ordinanza si espone a rilievi critici, invitando però anche ad interessanti riflessioni. Nella parte in cui esclude - invero, senza particolare meditazione del tema - la rilevanza del mancato preavviso specifico in ordine alla segnalazione di inadempimento, la decisione in commento appare in contrasto prima di tutto con due distinti plessi normativi: l'art. 4 comma 7 del Codice deontologico dei Sistemi di

informazione creditizie (SIC)¹, nonché l'art. 125, comma 3°, del TUB. Entrambe le norme impongono di informare preventivamente il cliente dell'imminente segnalazione. In effetti, il dovere di preavviso in discorso risponde al duplice fine di assicurare un controllo sulla correttezza della segnalazione – che la copiosa giurisprudenza di merito in materia testimonia essere aspetto tutt'altro che scontato –, e di sollecitare il debitore al rientro spontaneo per scongiurare, ove possibile, il pregiudizio alla sua “*reputazione economica*”. A fronte di ciò, la Corte avrebbe dovuto quantomeno preoccuparsi di argomentare in ordine all'idoneità dell'avviso di decadenza dal beneficio del termine ad assolvere a tali due finalità (il che pare quantomeno opinabile).

Per quanto concerne, invece, la parte in cui si afferma la legittimità della segnalazione in centrale rischi privata di un ritardo nell'adempimento, non accompagnato da una valutazione complessiva circa la situazione finanziaria del debitore, il discorso si fa più articolato. E infatti, se nel caso di specie si trattava, come sembra, della segnalazione di un “mero” inadempimento, non sembra essere applicabile la regola desunta dalla giurisprudenza di merito dal par. 1.5, sez. II, Cap. II, della Circolare della Banca d'Italia n. 139 del 2011, e successivi aggiornamenti, che legittima la segnalazione di “sofferenza” - a prescindere dalla natura “pubblica” o privata della centrale cui è diretta - solo a seguito della valutazione dell'intermediario circa l'esistenza di una situazione patrimoniale-finanziaria complessiva deficitaria equiparabile alla condizione d'insolvenza di cui alla l. fall (vedi da ultimo, Trib. Milano, 25 ottobre 2018, in *IlCaso.it*, che ha ritenuto applicabile tale regola alla segnalazione in sofferenza presso CRIF SpA). L'affermazione in discorso appare dunque corretta, da questa visuale.

Bisogna però dire che, nella pratica, non è affatto chiaro se sia apprezzata e valorizzata dagli intermediari la differenza tra l'indicazione di una “sofferenza” e di un mero ritardo nell'adempimento. Si vuol dire che, nella valutazione del merito creditizio di un potenziale cliente, le due (pur diverse) informazioni paiono nel concreto dei traffici essere dotate del medesimo peso: le

¹ Si prescinde in questa sede dall'entrare nel dibattito in ordine al campo di applicazione di tali norme e dalla stratificazione normativa sul punto, ci si può limitare a dire che, trattandosi nel caso di specie di persone fisiche, è incontestabile l'applicabilità quantomeno del primo plesso normativo.

stesse risultanze del caso in discorso sembrano indicare che la segnalazione di un “mero” inadempimento era valsa ad escludere dal mercato del credito i due ricorrenti (e compulsando la giurisprudenza sul punto, nonché le decisioni dell’ABF, risulta spesso poco chiaro il contenuto delle segnalazioni in un senso ovvero nell’altro, come se si trattasse appunto di elemento poco rilevante).

Se dunque è vero che la segnalazione di mero inadempimento è, sul profilo della fattispecie, esclusa dal perimetro della predetta regola posta dalla Circolare n. 139 del 2011, la rilevata sostanziale coincidenza degli effetti prodotti sulla “reputazione economica” del cliente della segnalazione di “inadempimento” e di quella a “sofferenza” impone di riflettere se non siano ravvisabili limiti attinenti alla significatività dell’inadempimento anche rispetto alla prima (su tale questione, primi spunti in FRIGENI, *Segnalazioni presso le centrali rischi creditizie*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2013, I, spec. 380 e ss.).

Da altra prospettiva, forse per certi versi assorbente, deve dirsi che sarebbe auspicabile, da parte degli intermediari e in sede di valutazione del merito creditizio, un apprezzamento adeguatamente differenziato delle (diverse) informazioni messe a disposizione dal complessivo sistema delle Centrali Rischi; le quali, contrariamente a quanto affermato dalla pronuncia in commento, assolvono tutte al medesimo fine di “*innalzare la qualità*” del sistema creditizio.

Pegno di strumenti finanziari, vendita anticipata ex art. 2795 c.c. e buona fede oggettiva. Commento a Cassazione Civile, Sez. VI, 4 ottobre 2018, n. 24382 – Pres. Campanile, Rel. Dolmetta.

La vicenda giudiziale

Con ricorso ex art. 702-bis e ss. c.p.c., Tizio, adito il Tribunale di Milano, chiese la condanna della Banca al risarcimento dei danni. La Banca infatti, in qualità di creditore pignoratizio su titoli Alitalia di proprietà del ricorrente, non aveva provveduto a liquidarli, benché il loro valore si stesse progressivamente deteriorando. Sebbene Tizio avesse sollecitato più volte la banca, esprimendo la volontà di monetizzare i titoli, questa continuò a mantenere un comportamento di tipo omissivo e di conseguenza, nel corso di due anni, il valore degli stessi calò in maniera sensibile, passando da euro 96.852,60 a euro 35.936,17.

Il Tribunale di Milano, con ordinanza del 9 luglio 2014, accertò la violazione dell'istituto di credito delle prescrizioni di cui all'art. 1375 c.c., condannandola al risarcimento dei danni.

L'ente creditizio impugnò la decisione del giudice di primo grado, integralmente riformata dalla Corte d'Appello di Milano che così respinse le domande proposte da Tizio.

La corte territoriale ha seguito un *iter* argomentativo preciso, divergente dalla decisione di primo grado. Dato per assodato che la Banca non si dovesse ritenere inadempiente rispetto ad un preciso obbligo contrattuale, con la volontà di esaminare se il rapporto si fosse svolto conformemente al principio della buona fede oggettiva, si è ritenuto di valutare la condotta delle parti in base alla disciplina contenuta nell'articolo 2795 c.c., rubricato "vendita anticipata", invocato dall'appellante.

Nella decisione di secondo grado il ragionamento dell'organo giudicante si è articolato lungo l'interpretazione di due commi, il comma 1 e il comma 3, corrispondenti alle facoltà riconducibili al creditore e al costituente il pegno.

Il primo infatti, nel caso in cui la cosa data in pegno si deteriori e non sia più in grado di costituire idonea garanzia, può chiedere al

giudice l'autorizzazione a venderla. Si tratterebbe di una facoltà in capo al creditore volta a proteggere il suo diritto di garanzia minacciato dal deterioramento del bene ricevuto e che, se non esercitata, lo condurrebbe ad un mancato o solo parziale soddisfacimento del credito.

Il secondo, invece, può del pari domandare al giudice l'autorizzazione alla vendita del bene o chiedere la restituzione del pegno, offrendo altra garanzia reale che lo stesso deve riconoscere idonea. La corte milanese ha riscontrato come quest'ultimo onere non sia mai stato sostenuto da Tizio né, tantomeno, che abbia richiesto all'autorità giudiziaria di procedere in proprio in caso di diniego della banca e, comunque, senza mai offrire adeguata garanzia sostitutiva.

La Corte d'Appello ha considerato dunque errata la decisione del giudice di primo grado che aveva ritenuto contrario al principio di buona fede oggettiva la condotta omissiva della banca ma non quella del cliente che non ha richiesto né l'autorizzazione del giudice né ha fornito la necessaria garanzia prevista dal comma 3 dell'articolo 2795 c.c.

L'appellato presentò dunque ricorso in Cassazione, sulla base di tre motivi di cui il primo ha assunto una valenza significativa: il ricorrente infatti denunciò la violazione dell'articolo 1375 c.c. laddove la Corte d'Appello aveva riscontrato esclusivamente nelle "opzioni di condotta" previste dall'articolo 2795 c.c. il "metro di valutazione delle condotte delle parti", mentre l'obbligo di comportarsi secondo buona fede doveva considerarsi come un dovere giuridico di carattere generale. Viene ricordato come la buona fede oggettiva sia connotata da una forte impronta solidaristica dovuta ad una comune matrice di riferimento formata dagli articoli 1175 c.c. e 2 Cost., fonti di obblighi ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge.

Di fronte a questi motivi di ricorso, la Corte di Cassazione in Sesta Sezione ha emesso ordinanza *ex art. 380-bis co. 3*, ai sensi del quale «*se ritiene che non ricorrano le ipotesi previste dall'articolo 375, primo comma, numeri 1) e 5), la Corte in camera di consiglio rimette la causa alla pubblica udienza della sezione semplice*».

La disciplina della vendita anticipata: un'analisi dei commi 1 e 3 dell'art.2795 c.c.

Necessita dunque di un approfondimento specifico il contenuto del primo motivo di ricorso che ha condotto la Suprema Corte a fissare alcuni paradigmi intorno al rapporto tra l'istituto della vendita anticipata della cosa data in pegno e la buona fede oggettiva.

Con l'ordinanza in commento si è ritenuto opportuno, anzitutto, verificare il significato attribuibile ai commi 1 e 3 dell'articolo 2795 c.c. che, secondo quanto sostenuto dall'appellante, dovevano considerarsi quali metri di giudizio del suo stesso comportamento e di quello colposamente omissivo della Banca.

Rispetto alla prima disposizione, la Suprema Corte si chiede se il creditore garantito debba richiedere l'autorizzazione al giudice per vendere il bene anche quando sussista il consenso del datore del pegno.

A tale quesito è fornita risposta negativa. Infatti, se fra le parti del rapporto di pegno non si manifesta alcun contrasto, l'autorizzazione del giudice si presenta quale passaggio inutile e dilatorio.

In merito invece al comma 3, la Corte di Cassazione tiene a precisare che l'offerta di altra garanzia reale debba operare solo nell'ipotesi in cui venga sostituito il bene garantito con un altro e non certo qualora venisse venduto con contestuale costituzione del pegno sul denaro ricavato. Una tesi che, sostenuta dal giudice di secondo grado, viene criticata in sede di legittimità in quanto comporterebbe un "raddoppio di impegno economico in capo al garante" mancante di qualsiasi giustificazione logico giuridica: egli infatti dovrebbe, in primo luogo, destinare il bene originario a garanzia del debito oltre che la somma ricavata dalla vendita, aggiungendo pur sempre un bene ulteriore sempre in garanzia.

In questo passaggio dell'arresto in esame si coglie un primo contrasto rispetto alla decisione di merito. Vengono criticate le posizioni assunte rispetto all'atteggiarsi della vendita anticipata tratteggiato dalla Corte d'Appello, del tutto ingiustificate alla luce delle esigenze del datore. Da un lato il filtro giudiziale allungherebbe la procedura di vendita del bene, dall'altro la predisposizione di un'ulteriore garanzia anche in ipotesi di vendita andrebbe a colpire in termini fin troppo incisivi la sfera giuridico-patrimoniale.

Vendita anticipata e buona fede oggettiva. Il rapporto delineato dalla Cassazione

Dalla breve analisi dei due commi il percorso seguito in questa decisione si indirizza verso una più piena comprensione del rapporto tra vendita anticipata e canone della buona fede oggettiva. L'approccio condotto dalla Corte di legittimità è volto a ricondurre la vendita anticipata all'interno della clausola generale espressa dall'articolo 1375 c.c., in quanto la portata generale naturalmente propria della regola contraddice la pretesa di sottrarre alla sua applicazione le fattispecie disciplinate dall'articolo 2795.

La Corte dunque si chiede se le disposizioni del 2795 c.c. siano «autosufficienti»: se esse siano, cioè, in grado di comprendere l'intera gamma di condotte che il creditore dovrebbe porre in essere per evitare di incidere eccessivamente sulla posizione del datore. Una domanda pleonastica da cui si intravede la volontà del giudicante di affermare il canone della buona fede oggettiva quale criterio di integrazione degli obblighi e doveri in capo alle parti, specificati dalle singole disposizioni. Una clausola generale che ha bisogno di essere plasmata concretamente, in relazione alla fattispecie in esame e che la Corte non fatica a tradurre in un dovere di protezione in capo al creditore nei confronti del datore in merito alla liquidazione del bene in garanzia. In quanto possessore, e a seguito del progressivo deterioramento del bene e della conseguente perdita di valore, il garantito dovrebbe proteggere il datore secondo il meccanismo della salvaguardia dell'interesse altrui "nel limite in cui non venga a pregiudicare il proprio interesse oggettivo". Questo, precisa la Cassazione, *quanto meno* quando il datore solleciti la liquidazione del bene.

Peraltro, al ricorrere di una simile eventualità, seppur in tono ipotetico, il giudice di ultimo grado si chiede se debba essere casomai il creditore garantito a comunicare tempestivamente la propria volontà, così da consentire al datore di avvalersi o meno della procedura indicata dal comma 3 dell'articolo 2795 c.c.¹.

A conclusione dell'analisi condotta, la Corte sottolinea la complessità delle questioni giuridiche sollevate nel corso del giudizio

¹ Posizione sostenuta da G. GORLA, P. ZANELLI, *Del pegno, delle ipoteche*, in *Commentario del Codice civile Branca – Scialoja*, IV, 1992, p. 115.

ricordandone l'assenza di precedenti e, ai sensi dell'art. 380 *bis* co. 3 c.p.c., avvia il ricorso alla discussione in pubblica udienza presso la sezione competente.

Obbligo di custodia di cosa data in pegno come traduzione concreta del canone della buona fede oggettiva

Sul ruolo svolto dalla buona fede oggettiva la sesta sezione sembra fornirci delle indicazioni che, benché non si cristallizzino in un arresto definitivo, fanno intendere come l'art. 1375 c.c. risulti fonte obblighi ulteriori e diversi in capo al creditore pignoratizio non riscontrabili esclusivamente nella disciplina della vendita anticipata.

Dalla stessa possono semmai scaturire solo alcuni degli oneri che, tuttavia, con essa non si esauriscono. In questo senso la natura integrativa della buona fede si afferma principalmente in concomitanza con il terzo motivo di ricorso, in cui viene denunciata la violazione o disapplicazione dell'articolo 2790 c.c.².

Il creditore in questo caso è una banca che, per via di un ben preciso grado di professionalità, è tenuta a custodire la cosa ricevuta in pegno non solo "secondo le regole generali della perdita e del deterioramento di essa" ma, alla luce della propria qualifica soggettiva, anche nel rispetto di un elevato grado di diligenza parametrato all'attività svolta.

Da un lato dunque deve porre in essere tutti gli atti di conservazione, giuridici e materiali, in virtù della disponibilità materiale che ha della cosa³. È gravato cioè da un obbligo di custodia retto dal criterio della diligenza del buon padre di famiglia⁴.

² Più precisamente, con il terzo motivo veniva denunciata la violazione/disapplicazione dell'art. 2790 c.c., rubricato "conservazione della cosa e spese relative"; dell'art. 1800 c.c. in materia di doveri in capo al sequestratario – depositario, in quanto sussiste un'affinità evidente con il creditore pignoratizio, e dell'artt. 1710 e 1708 co. 2 c.c. poiché il ricorrente aveva concluso con la banca un mandato di deposito, custodia e amministrazione titoli.

³ C. M. PRATIS, *Della tutela dei diritti*, in *Commentario al codice civile*, Torino, 1985, p. 72; F. REALMONTE, *Il pegno* (voce), in *Enciclopedia giuridica*, Roma, 1990, p. 11; Id., *Il pegno*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, Torino, 1997, p. 80.

⁴ L. LORDI, *Pegno civile* (voce), in *Nuovo digesto italiano*, Torino, 1939, p. 625; RUBINO, *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, in *Trattato di diritto civile italiano*, XIV, Torino, 1956, p. 247.

Dall'altro non può dimenticarsi che a disporre del bene oggetto di pegno è un istituto di credito, un soggetto che per via della propria natura professionale è tenuto a sapere che il valore delle azioni muta contestualmente all'andamento della società emittente e, più in generale, del mercato. Si tratta dunque di un operatore specializzato il cui grado di diligenza nel preservare il valore del bene pignorato è maggiore rispetto a quello indicato dal primo comma dell'articolo 1176 c.c.⁵.

Sulla base di simili presupposti non si può che accogliere con favore l'impostazione seguita dalla Corte che ha fatto intendere che la sola disciplina della vendita anticipata non possa da sé assorbire il complesso di doveri che risiedono in capo al creditore. La protezione del datore del pegno si pone quale fine della disciplina della vendita anticipata⁶ e per questa ragione, innanzitutto, il ventaglio degli obblighi che ne derivano non possono essere contemplati esclusivamente dal comma 1 dell'articolo 2795 c.c.

La portata integrativa della buona fede⁷, segnata in questa ipotesi da una venatura solidaristica⁸, deve essere debitamente considerata dalla sezione che dovrà giudicare: lo impone l'esigenza di tutela del

⁵ E. GABRIELLI, *Conservazione della cosa e spese relative*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2015, p. 207.

La giurisprudenza di legittimità non ha mancato di pronunciarsi in questo senso e si veda a proposito Cass. Civ., sez. III, 30 ottobre 2007 n. 22860, in *Giustizia civile*, II, 4, 2008, p. 2822.

⁶ G. GORLA, P. ZANELLI, *ult. op. cit.*, p. 116 dove si precisa che l'interesse di chi ha costituito il pegno è parso meritevole di tutela "[...] anche quando lo stato di deterioramento del bene non importi un pericolo di insufficienza della garanzia" o, e questa ipotesi ben si attaglia ai fatti di causa, "quando la diminuzione di valore dipenda soltanto da un ribasso del mercato".

⁷ Sul criterio della buona fede e sulla sua portata integratrice si ricordano in particolare i contributi di E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, p. 95 e ss.; S. ROMANO, *Buona fede (diritto privato)*, in *Enciclopedia del diritto*, V, Milano, 1959, p. 677; S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, p. 175 e ss.; C. M. BIANCA, *Diritto civile*, III, Milano, 2000, p. 500.

⁸ S. RODOTÀ, *ult. op. cit.*, p. 163 e ss.; A. A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis* (voce), in *Enciclopedia giuridica*, Roma, 1989, p. 9, laddove l'A. sottolinea in maniera netta che "[...] la buona fede trova il proprio epicentro, si fissa contenutisticamente sulla normativa di solidarietà costituzionale (che nell'art. 2 Cost. ha il suo referente normativo di base). Essa risulta <<articolazione del principio primario di solidarietà>> costituzionale".

costituente ad una pronta liquidazione del bene fornito in garanzia, in particolare se dipendente dalla qualifica professionale del creditore pignoratizio.

